

**Financiële regulering:
de verhouding tussen interne governance en extern toezicht**

Financiële regulering: de verhouding tussen interne governance en extern toezicht

Mr. Mark D.H. Nelemans

Zutphen 2018



UITGEVERIJ *Paris*

ISBN 978-94-6251-166-8
NUR 820

© 2018 Uitgeverij Paris bv, Zutphen

Behoudens de in of krachtens de Auteurswet van 1912 gestelde uitzonderingen mag niets uit deze uitgave worden verveelvoudigd, opgeslagen in een geautomatiseerd gegevensbestand, of openbaar gemaakt, in enige vorm of op enige wijze, hetzij elektronisch, mechanisch, door fotokopieën, opnamen of enige andere manier, zonder voorafgaande schriftelijke toestemming van de uitgever.

Voor zover het maken van kopieën uit deze uitgave is toegestaan op grond van artikel 16h Auteurswet 1912 dient men de daarvoor wettelijk verschuldigde vergoedingen te voldoen aan de Stichting Reprorecht (Postbus 3060, 2130 KB Hoofddorp, www.reprorecht.nl).

Voor het overnemen van (een) gedeelte(n) uit deze uitgave in een bloemlezing, readers en andere compilatiewerken (artikel 16 Auteurswet 1912) kan men zich wenden tot de Stichting PRO (Stichting Publicatie- en Reproductierechten Organisatie, Postbus 3060, 2130 KB Hoofddorp, www.cedar.nl/pro).

Hoewel aan de totstandkoming van deze uitgave de uiterste zorg is besteed, aanvaarden de auteurs, redacteur(en) en uitgever geen aansprakelijkheid voor eventuele fouten en onvolkomenheden, noch voor de gevolgen hiervan.

Financiële regulering: de verhouding tussen interne governance en extern toezicht

Proefschrift

ter verkrijging van de graad van doctor
aan de Open Universiteit
op gezag van de rector magnificus
prof. mr. A. Oskamp
ten overstaan van een door het
College voor promoties ingestelde commissie
in het openbaar te verdedigen

op vrijdag 23 maart 2018 te Heerlen
om 16:00 uur precies

door

Mark Dirk Hugo Nelemans
geboren op 21 januari 1976 te Breda

Promotores:

Prof. mr. J.G.J. Rinkes, Open Universiteit, Universiteit van Amsterdam

Prof. mr. A.L.H. Ernes, Open Universiteit

Overige leden beoordelingscommissie:

Prof. dr. O.O. Cherednychenko, Rijksuniversiteit Groningen

Prof. dr. mr. E.P.M. Joosen, Vrije Universiteit Amsterdam

Prof. mr. R.M. Wibier, Tilburg University

Prof. mr. drs. M.L. Hendrikse, Open Universiteit

Prof. dr. mr. R. Janse, Open Universiteit

Inhoudsopgave

	Voorwoord / 7
1	Inleiding / 9
1.1	Introductie / 9
1.2	Aanleiding en probleemstelling / 12
2	De verhouding tussen zelfregulering en wetgeving in het financiële toezichtrecht / 19
2.1	De ontwikkeling van corporate governance / 19
2.2	Over recht en moraal / 28
2.3	De verhouding tussen zelfregulering en recht / 37
2.4	Zelfregulering in de Nederlandse financiële sector / 46
2.5	Een overzicht van financieel toezicht in Nederland / 52
3	Een paradigmaverschuiving ten aanzien van financiële corporate governance / 67
3.1	Doelstellingen van corporate governance in financiële instellingen / 67
3.2	Tekortkomingen in corporate governance / 82
3.3	De convergentie tussen corporate governance en financieel toezichtrecht / 98
3.4	De regulering van finance en governance: een pleidooi voor 'skin in the game' / 105
4	De rol van ethiek in externe en interne governance / 111
4.1	De ethische grondslagen van corporate governance / 111
4.2	Financiële ethiek / 126
4.3	Governance, finance en zorgethiek / 132
4.4	Risicomanagement en ethiek / 138
5	Een versnelde transformatie van soft law naar hard law in het financieel recht / 147
5.1	Het begrip soft law / 147
5.2	Een korte historie van financiële regulering — van 1929 tot 2017 / 153
5.3	Soft law en financieel toezicht / 167
5.4	De Bankenunie en de implementatie van Basel III in het CRD IV-pakket / 182

6	De complexiteit en toegenomen onoverzichtelijkheid van de Wft / 197
6.1	De complexiteit en gelaagdheid van de Wft / 197
6.2	De veranderde focus en doelstellingen in de financiële toezichtwetgeving / 211
6.3	De ingrijpende Europese invloed op de Wft en de Nederlandse financiële toezichthouders / 225
7	Conclusies en aanbevelingen / 237
7.1	Regulering voorbij de grenzen van het recht / 237
7.2	Een striktere scheiding en afbakening tussen corporate governance en financieel toezicht / 243
7.3	Afsluitende beschouwing / 247
	Financial regulation: the relationship between internal governance and external supervision / 253
	Literatuurlijst / 255
	Jurisprudentieregister / 281
	Wetgeving, beleidsstukken en overige publicaties / 283

Voorwoord

Sommige processen zijn niet eenvoudig te beschrijven, het doorlopen en afronden van een promotietraject is een dergelijk proces. De vertrekpunten en vooronderstellingen zijn aan verandering en voortschrijdend inzicht onderhevig. Dit brengt onvermijdelijke momenten van twijfel en noodzakelijke reflectie en heroverweging met zich mee. Uiteindelijk is de voorliefde voor het onderzoek en de drive om de bevindingen en de opgedane inzichten te vertalen in een concreet werk doorslaggevend. Zowel het financieel toezichtrecht als corporate governance in de financiële sector zijn topics die nadrukkelijk in ontwikkeling zijn. De mogelijkheid om de dynamiek en grondslagen van deze interessante disciplines te kunnen onderzoeken en uitwerken is het grootste genoegen uit mijn academische carrière tot nu toe geweest.

De noodzakelijke kennisvergaring en individuele ontwikkeling die voor een promotietraject wenselijk zijn, moeten de ruimte krijgen. Ik heb praktisch en academisch gezien het voorrecht gehad om grotendeels een autonome koers te mogen varen. Dit proefschrift zou niet in deze vorm en met deze inhoud tot stand zijn gekomen zonder de inspirerende begeleiding en het in mij gestelde vertrouwen door mijn promotores prof. mr. Jac Rinkes en prof. mr. Anka Ernes en de Open Universiteit.

Wendy en Lisa, dank voor jullie genegenheid, steun en geduld.

Breda, januari 2018

Mark Nelemans

De kopij is afgesloten op 15 oktober 2017. Met ontwikkelingen na deze datum is geen rekening gehouden.

‘Very little is needed to make a happy life;
it is all within yourself, in your way of thinking.’

Marcus Aurelius (121-180 AD)

Hoofdstuk 1

Inleiding

1.1 **Introductie**

De tijd dat de interne bedrijfsvoering van financiële instellingen grotendeels aan het oog van de buitenwereld onttrokken was, ligt ver achter ons. Een opeenvolging van crises heeft ertoe geleid dat de financiële sector meer dan ooit nauwlettend gevolgd wordt. Niet alleen crises hebben geleid tot deze wezenlijke verschuiving, maar een veelvoud aan oorzaken speelt hierbij een rol. De financiële sector is veel complexer van aard en structuur in vergelijking met enkele decennia geleden. Dit is een ontwikkeling die zich wereldwijd heeft voltrokken. De globalisering, voornamelijk van de financiële sector, toename van complexiteit van financiële producten, de verwevenheid van soevereine staten met grote financiële ondernemingen en het ontstaan van grote universele banken (die het bankbedrijf, verzekeringen en beleggingen in zich verenigen) hebben de financiële wereld en de wereldeconomie ingrijpend veranderd. De digitalisering heeft eveneens een significante invloed gehad op de handel en communicatie en ook op de bedrijfsvoering van financiële instellingen.

Het mondiale bankwezen is sinds de financiële crisis die begon in 2007-2008 ingrijpend gewijzigd. De verwoestende invloed van het faillissement van de Amerikaanse investeringsbank Lehman Brothers heeft blijvende gevolgen gehad op de wijze waarop men naar banken kijkt en naar de wijze waarop toezicht gehouden dient te worden op het moderne bankbedrijf. De crisis werd voornamelijk veroorzaakt door een vastgoedbubbel en dit was niet de eerste keer in de geschiedenis dat dit gebeurde.¹ Maar niet sinds de Great Depression die begon met de beurskrach van 1929 heeft de financiële wereld zoveel politieke, academische en maatschappelijke aandacht genoten. Het bankbedrijf en de financiële wereld is onderwerp van studie in verschillende wetenschapsgebieden, namelijk recht, economie, finance en politieke wetenschappen.² Dit laat zich eenvoudig verklaren door de economische en politieke gevolgen van de crisis. De Europese belastingbetaler heeft, tussen het begin van de crisis en 2012, 300 triljoen euro geïnvesteerd in kapitaalinjecties voor noodlijdende banken. Hiernaast hebben Europese overheden garanties afgegeven voor ongeveer 3000 triljoen euro.³

1. E. Gerding, *Bubbles, law and financial regulation*, Oxon: Routledge 2013, p. 2-3.

2. W. Sun, J. Stewart & D. Pollard, 'Introduction: rethinking corporate governance — lessons from the global financial crisis', in: W. Sun et al. (eds.), *Corporate Governance in the financial crisis: international perspectives*, Cambridge: Cambridge University Press 2011, p. 2.

3. T.C. Lauk, *The triple crisis of western capitalism — democracy, banking and currency*, London: Palgrave Macmillan 2014, p. 42.

Banken bestonden van oudsher om de handel te ondersteunen en financieel mogelijk te maken, een plaats te bieden voor het bewaren van spaartegoeden, het verstrekken van leningen en het optreden als tussenpersonen op geldmarkten. De rol van banken is in de loop van de twintigste eeuw ingrijpend veranderd.⁴ Wereldwijde finance heeft een omvang en complexiteit gekregen die grote uitdagingen opwerpt voor de politiek en toezichthouders.⁵ Vanwege de ondoorzichtigheid en complexiteit van financiële ondernemingen is het problematisch om op een doeltreffende wijze in te spelen op de kwetsbaarheden en onvolkomenheden die tijdens de financiële crisis bloot zijn komen te liggen.⁶ Er zijn tekortkomingen vastgesteld op het gebied van de inrichting van corporate governance, risicobeheersing en compliance.⁷ Nauw verwant aan deze kenmerken van het moderne bankbedrijf zijn problemen betreffende systeemrisico's, moreel gevaar en financiële fragiliteit.⁸

Nagenoeg ieder onderdeel van het moderne bankbedrijf is sinds de crisis nauwlettend bestudeerd: financiële producten, gestructureerde financiering, risicobeleid, en -bereidheid, het beloningsbeleid, schaduwbankieren en de noodzaak voor bail-outs bekostigd door overheden. Deze aspecten hebben overheden, wetgevers en toezichthouders voor grote uitdagingen geplaatst. De eerste noodzaak was het voorkomen van de ondergang van grote universele banken. In 2008 werden in Nederland ABN-AMRO en Fortis genationaliseerd en ontving ING een kapitaalinjectie van 10 miljard euro. Deze maatregelen waren noodzakelijk om te voorkomen dat deze banken ten onder zouden gaan. Op 1 februari 2013 werd SNS Reaal genationaliseerd voor het bedrag van 3,7 miljard euro.⁹ Effecten en vermogensbestanddelen werden onteigend en de zittende aandeelhouders kregen een dwingend bod van 0 euro per aandeel. Dit was de eerste keer dat de Minister van Financiën gebruik heeft gemaakt van de bevoegdheden die voortvloeien uit de Interventiewet.¹⁰

Het redden en stabiliseren van de bancaire sector was de eerste en meest urgente taak, maar de grootste uitdaging voor wetgevers en toezichthouders is het voorkomen van toekomstige crises. De financiële crisis van 2008-2012 heeft aangetoond wat de invloed van een financiële crisis is op de reële economie en op de financiële

4. Over de functie van banken in de economie en maatschappij zie: K.W.H. Broekhuizen, *Klantbelang, belangenconflict en zorgplicht*, Den Haag: Boom Juridische uitgevers 2016, p. 50.
5. M. Andenas & I. H-Y Chiu, *The foundations and future of financial regulation – Governance for responsibility*, Oxon: Routledge 2014, p. 4-9.
6. S.I. Schwarcz, 'Banking and financial regulation', in: F. Paresi et al. (eds.), *The Oxford Handbook of Law and Economics*, Oxford: Oxford University Press 2015, p. 6.
7. A. Kokkinis, 'A primer on corporate governance in banks and financial institutions: are banks special', in: I. H-Y Chiu, *The law on corporate governance in banks*, Cheltenham: Edward Elgar Publishing Limited 2015, p. 32-33.
8. E.P. Davis, *Debt, financial fragility and systemic risk*, London: Oxford University Press 1992, p. 1; H. van Greuning & S.B. Bratanovic, *Analyzing banking risk – a framework for assessing corporate governance and risk management*, Washington: World Bank 2009, p. 22; O. de Bandt et al., 'Systemic risk in banking after the great financial crisis', in: A.N. Berger et al. (eds.), *The Oxford Handbook of Banking*, Oxford: Oxford University Press 2015, p. 678.
9. Samengesteld uit een kapitaalinjectie van 2.2 miljard, afschrijving van 0.8 miljard eerder verleende staatssteun en 0,7 miljard om de problematische vastgoedportefeuille Property Finance te kunnen isoleren.
10. H. Hendriks, 'De eerste interventie van Nederland', *Vennootschap en Onderneming* 2013-3, p. 42, zie ook: G.W. Kastelein, *De Bankenuïe en het vertrouwen in een goede afwikkeling – preadvies voor de Vereniging voor Financieel recht* 2014, Deventer: Kluwer 2014, p. 22.

huishouding van soevereine staten. De crisis begon met een hypotheekbubbel, werd een financiële crisis, die leidde tot een economische recessie en een staats-schuldencrisis.¹¹ Deze keten van ontwikkelingen heeft nieuwe inzichten gebracht ten aanzien van de verwevenheid van de financiële wereld met de reële economie en overheidsfinanciën. Er is tijdens en na de crisis een nieuwe kijk op toelaatbare kapitaaleisen, liquiditeitseisen en leverage-ratios ontstaan.¹² In aanloop naar de crisis hebben banken enorme risico's genomen en de hoeveelheid schuld in verhouding tot het eigen vermogen was te groot. Dit heeft banken kwetsbaar gemaakt voor schokken en onvoorziene gebeurtenissen.¹³ Het ontwikkelen van zeer complexe en gestructureerde financiële producten wordt ook gezien als een belangrijke oorzaak voor de impact en omvang van de crisis.¹⁴

Naast een ingrijpende herziening van de kapitaaleisen van financiële instellingen is de taak en verantwoordelijkheid van financiële toezichthouders ook veranderd, onder invloed van de crisis. Vanuit de politiek en wetenschap zijn zeer kritische kanttekeningen geplaatst bij de rol van financiële toezichthouders in aanloop naar de crisis.¹⁵ Ook de interne toezichtstructuren en corporate governance systemen zijn uitvoerig bekritiseerd.¹⁶ Er is bepleit dat de financiële crisis voornamelijk een resultaat is geweest van het falen van corporate governance van banken.¹⁷ Financieel toezicht en corporate governance beogen deels dezelfde doelen te bewerkstelligen. Beide systemen zijn gericht op het bevorderen van een gezonde en toekomstbestendige bedrijfsvoering. Sleutelaspecten hierbij zijn (financiële) stabiliteit, winstgevendheid en solvabiliteit van financiële beursgenoteerde ondernemingen. De actoren, de toezichthouders, de instrumenten en de juridische status verschillen echter wezenlijk. Extern financieel toezicht is in beginsel gebaseerd op formele wetgeving en overheidsregulering, terwijl intern toezicht is gestoeld op governance codes, die een product zijn van zelfregulering. Dit verschil in aard en juridische status raakt aan een centraal thema in toezichtsvraagstukken: zijn corporate governance regimes voldoende om goed ondernemingsbestuur te waarborgen? En tevens: wat is een passende en doeltreffende verhouding tussen zelfregulering en overheidsregulering?

Financieel toezichtrecht is de laatste jaren op verschillende wijzen met corporate governance vervlochten geraakt. Het falen van prudentiële aspecten van extern toezicht is deels toegerekend aan tekortkomingen in de governance structuren van

11. W. Sun, J. Stewart & D. Pollard 2011, p. 2.

12. Basel Committee on Banking Supervision, *Basel III: A global regulatory framework for more resilient banks and banking systems*, Bank for International Settlements: June 2011, p. 1 e.v.; Richtlijn 2013/36/EU van het Europees Parlement en de Raad van 26 juni 2013 betreffende toegang tot het bedrijf van kredietinstellingen en het prudentieel toezicht op kredietinstellingen en beleggingsondernemingen (CRD IV).

13. N.N. Taleb, *The Black Swan: Impact of the highly improbable*, New York: Random House 2007.

14. A.N. Rechtschaffen, *Capital markets, derivatives and the law: evolution after crisis*, Oxford: Oxford University Press 2014, p. 46.

15. J. Friedman & W. Kraus, *Engineering the financial crisis: systemic risk and the failure of regulation*, Philadelphia: University of Pennsylvania Press 2011, p. 24.

16. J.P. Hawley et al., 'Introduction', in: J.P. Hawley et al. (eds.), *Corporate governance failures: the role of institutional investors in the global financial crisis*, Philadelphia: University of Pennsylvania Press 2011, p. 3.

17. M. Bainbridge, *Corporate governance after the financial crisis*, Oxford: Oxford University Press 2012, p. 18-19.

banken. Financiële toezichthouders zijn meer nadrukkelijk invloed gaan uitoefenen op ondernemingsaspecten die traditioneel gezien in de sfeer van de corporate governance lagen, zoals het bepalen van de geschiktheid van bestuurders en commissarissen en het meer indringend vormen van een oordeel over het beleid, de strategie en het risicomanagement. Het financiële gedragstoezicht heeft eveneens een fundamentele uitbreiding gekend, de financiële crisis is hiervan een grote katalysator geweest. Hierdoor is een juridisch kader ontstaan waarin het financiële toezichtrecht, het ondernemingsrecht en corporate governance regimes een mate van inhoudelijke en formele overlap vertonen die een kritische wetenschappelijke analyse en beschouwing noodzakelijk maken. Enkele voorbeelden zijn de principes en best-practices uit de in 2010 ingevoerde Code Banken, die inmiddels zijn omgezet in formele wetgeving. In de wetgeving die ten grondslag ligt aan de Europese Bankenunie zijn meerdere bepalingen opgenomen die corporate governance van financiële ondernemingen normeren en reguleren. Hiermee zijn normen en regels die oorspronkelijk gestalte hebben gekregen in een soft law context getransformeerd in hard law. Deze ontwikkeling heeft zich in een relatief snel tempo voltrokken, waarbij de vraag rijst of deze bepalingen naar hun aard en inhoud alle geschikt zijn als overheidsregulering. Cherednychenko & Meindertsma (2014) stellen dat de verhouding tussen de verschillende regelcomplexen niet altijd helder is. Er geldt voor de kredietindustrie een multi-level governancestelsel dat gevormd wordt door 'de EU-wetgeving, de Nederlandse financiële toezichtwet- en regelgeving van bestuursrechtelijke aard, het Nederlandse civiele recht en de zelfregulering'.¹⁸

1.2 Aanleiding en probleemstelling

Ten tijde van de publicatie van dit boek is de Nederlandse economie de financiële crisis grotendeels te boven. De Nederlandse financiële ondernemingen zijn weer gezond en de economie heeft zich hersteld. De huizenmarkt is terug op het punt van voor de crisis en ook de kredietverstrekking aan particulieren en banken is, na een moeizame periode, weer aangetrokken. Dit is vanuit maatschappelijk, politiek en economisch perspectief uiteraard een positief gegeven, echter geen garantie dat een volgende financiële crisis uitblijft. De architectuur van de bancaire wereld en het mondiale financiële stelsel bevat kwetsbaarheden die niet zijn weggenomen na de crisis. De grootte van internationale financiële ondernemingen – voornamelijk universele banken – en de verwevenheid en onderlinge afhankelijkheid zorgen voor een permanent systeemrisico. Ieder gebied van financieel toezicht (nationaal, Europees en internationaal) is gewijzigd en aangescherpt. Daaronder begrepen de kapitaal- en liquiditeitseisen, leverage-ratios, en de rol en invloed van toezichthouders. Er heeft in Europa een ingrijpende revisie van het financiële toezicht plaatsgevonden, wat heeft geleid tot een Bankenunie en een centrale Europese toezichthouder van de grootste Europese banken. Meer dan in het verleden werkt de Europese wetgeving door in het Nederlandse financiële toezichtrecht. DNB heeft een deel van haar toezichttaken overgedragen aan de ECB en het CRD IV-pakket heeft ingrijpende gevolgen gehad voor het Nederlandse financiële toezichtrecht.

18. O.O. Cherednychenko & J.M. Meindertsma, 'Verantwoorde kredietverstrekking in een multi-level governancestelsel', *Tijdschrift voor Consumentenrecht en handelspraktijken* 2014-4, p. 181.

Het recht is het belangrijkste instrument om financiële crises te voorkomen, de geschiedenis toont aan dat toename van regulering en deregulering een cyclus kan vormen die kan bijdragen aan het ontstaan van bubbels en daaropvolgende crises. Een stabiel, transparant en effectief systeem van financieel toezicht is onmisbaar. Vanwege de complexe structuur van de globale financiële wereld is een multi-level toezichtstelsel het enige model. Nationale wetgeving is ontoereikend om de grensoverschrijdende aspecten van financiële conglomeraten te reguleren, dit dient op internationaal niveau te geschieden. Echter, niet alle financiële ondernemingen zijn in dezelfde mate actief op internationale markten en hebben grensoverschrijdende activiteiten. Het onderzoek dat ten grondslag ligt aan dit boek is hoofdzakelijk gericht op het Nederlandse financiële toezichtrecht en corporate governance regimes. Aangezien beide stelsels nadrukkelijk beïnvloed en gevormd worden door Europese wet- en regelgeving – en onderdeel uitmaken van een multi-level governance systeem – zal tevens de Europese financiële toezichtwetgeving uitgebreid besproken worden.

In Nederland is het financiële toezicht geregeld in de Wet op het financieel toezicht (Wft), deze wet is op 1 januari 2007 in werking getreden. Het betrof een grootschalig maar relatief kortdurend wetgevingsproces: de Wft verving de negen tot dan toe geldende financiële toezichtwetten, waaronder de één jaar eerder in werking getreden Wet financiële dienstverlening.¹⁹ Het belangrijkste kenmerk van de Wft was de herverdeling van het takenpakket en bevoegdheden van de financiële toezichthouders. De Wft heeft in Nederland het Twin Peaks-model geïntroduceerd en een kanteling van sectoraal toezicht naar functioneel toezicht gebracht. De wetgever heeft met de invoering van de Wft een drietal doelstellingen beoogd: a) het geven van een helder inzicht in de samenhang en de verschillen tussen de normen die gelden voor de financiële sector (inzichtelijkheid), b) de introductie van een functioneel toezichtmodel, met een duidelijk onderscheid in taken en bevoegdheden van DNB en de AFM (doelgerichtheid) en c) het leveren van een bijdrage aan de concurrentiekracht van de Nederlandse financiële sector vanuit nationaal en internationaal oogpunt en aan het tot stand brengen van een gelijk speelveld op nationaal en internationaal niveau (marktgerichtheid).²⁰ Naast deze drie kerndoelen heeft de wetgever met de introductie van de Wft beoogd om administratieve lasten voor financiële instellingen te verminderen, bij te dragen aan flexibel, transparant en effectief toezicht en tevens het bewerkstelligen van een verbeterde rechtszekerheid. De wet is sinds de invoering in 2007 vele malen gewijzigd, voornamelijk ter implementatie van Europese regelgeving. Volgens de Raad van State is de toegankelijkheid van de wetgeving hierdoor afgenomen, wat noopt tot een evaluatie gericht op een mogelijke revisie van de wet, zodat de toegankelijkheid en toekomstbestendigheid van de Wft verbeterd kan worden.²¹

19. De invoering van de Wft kon niet wachten, omdat Nederland verplicht was om op dat moment Europese wetgeving te implementeren.

20. Zie: *Kamerstukken II* 2003/04, 29 708, nr. 3 (MvT).

21. In november 2016 heeft het Ministerie van Financiën een evaluatie gepubliceerd gericht op een mogelijke revisie van de wet, zodat de toegankelijkheid en toekomstbestendigheid van de Wft verbeterd kan worden.

Een tweede aanleiding voor dit onderzoek zijn de recente veranderingen die zijn aangebracht in de twee Nederlandse corporate governance codes die van toepassing zijn op banken: de gereviseerde Code Banken in 2015 en de derde versie van de Nederlandse Corporate Governance Code, uitgebracht in december 2016. De Code Banken is ingrijpend gewijzigd ten opzichte van de eerste code uit 2010. De reden hiervoor is dat een groot deel van de bepalingen in de periode tussen 2010 en 2015 omgezet is in wetgeving. Om deze reden zijn de aard en doelstelling van de Code Banken veranderd en maakt deze nu, samen met het maatschappelijk statuut en de gedragsregels van de bankierseed, onderdeel uit van het pakket 'Toekomstgericht Bankieren'.²² In januari 2013 gaf de Minister van Financiën aan dat de Code, als instrument van zelfregulering, een belangrijke toegevoegde waarde heeft boven wetgeving, omdat zij een moreel appel doet op banken.²³ Zoals de minister al in 2013 aangaf, ligt in de nieuwe Code Banken het accent op cultuur- en gedragsnormen.²⁴ De motivatie voor de herziening van de NCGC is het meer nadrukkelijk centraal stellen van lange termijn waardecreatie. De Monitoring Commissie Corporate Governance Code stelt dat de misstanden van de afgelopen jaren in veel gevallen zijn terug te leiden tot het behalen van kortetermijnwinsten.²⁵ Waarde wordt in deze benadering niet gezien als louter geld verdienen, maar ook waarde in de zin van een verbetering van mensenrechten of het verminderen van milieuschade. De nieuwe code beoogt ook de cultuur van beursgenoteerde ondernemingen positief te beïnvloeden, waarbij de nadruk ligt op de rol en verantwoordelijkheid van bestuurders en commissarissen in het creëren en waarborgen van een integere cultuur. 'De Code adresseert cultuur, maar schrijft niet voor wat cultuur precies is of zou moeten zijn',²⁶ wordt door de Monitoring Commissie gesteld op dit punt. Aangezien de NCGC een instrument van zelfregulering is en geen overheidsregulering, gelden de eisen die op wet- en regelgeving van toepassing zijn niet. Het centraal stellen van het concept 'cultuur' doet desondanks de vraag rijzen wat hier objectief gezien onder dient te worden verstaan.²⁷ Het begrip 'cultuur' is in gedragscodes gekoppeld aan 'integriteit', maar ook van dit normatieve begrip is niet duidelijk wat het objectief gezien, in de sfeer van corporate governance, behelst. Is sprake van integriteit als norm- of wetsoverschrijdend gedrag en handelen achterwege wordt gelaten? Of behelst het een inspanningsverplichting gericht op het behalen van een zekere optimale bedrijfsvoering, besluitvormingsprocessen, transacties en stakeholdermanagement? Zowel de Code Banken 2015 als de NCGC 2016 stellen risicomanagement en een verantwoord beloningsbeleid en de interne auditfunctie centraal. De inzicht-

22. Nederlandse Vereniging van Banken, *Toekomstgericht Bankieren*, Amsterdam: 2014.

23. De minister bespreekt in zijn brief ook de Governance Principles van het Verbond van Verzekeraars en trekt over deze code dezelfde conclusies.

24. *Kamerstukken II* 2012/13, 32 013, nr. 28, Brief van de Minister van Financiën, 22 januari 2013.

25. Monitoring Commissie Corporate Governance Code, *Herziening van de Nederlandse Corporate Governance Code: de belangrijkste wijzigingen in vogelvlucht*, Den Haag: 2016, p. 2.

26. Monitoring Commissie Corporate Governance Code, *De Nederlandse Corporate Governance Code*, Den Haag: 2016, p. 46.

27. Voor een uitgebreide behandeling van het begrip 'cultuur' in verhouding tot corporate governance en compliance zie: D.C. Langevoort, 'Cultures of compliance', *Georgetown Law Faculty Publications and other works* 2017, p. 944 e.v. en p. 976 e.v., te raadplegen via: <http://scholarship.law.georgetown.edu/fac-pub/1799/>.

ten die zijn voortgekomen uit de financiële crisis zijn de aanleiding voor de nadruk op deze facetten.²⁸

Een derde ontwikkeling die aanleiding heeft gegeven voor dit onderzoek is de vaststelling dat in een relatief korte periode verschillende *soft law* regelingen en instrumenten zijn omgezet in *hard law*. Dit heeft plaatsgevonden op zowel het nationale als Europese niveau. Principes uit corporate governance codes zijn omgezet in harde wetgeving en vrijwillige afspraken gemaakt door het Basel Committee on Banking Supervision zijn in nagenoeg ongewijzigde vorm omgezet in het CRD IV-pakket, dat de basis vormt voor de Europese Bankenunie. *Soft law* en zelfregulering verschillen qua aard en toepassing wezenlijk van *hard law* en overheidstoezicht. De totstandkoming van een formele wet kent een democratisch gelegitimeerde procedure, dit geldt niet voor zelfregulering. De Wft is een formele wet, de NCGC en Code Banken zijn dit niet. De formele eisen die gelden voor wetgeving – zoals een heldere taal, niet in strijd met de Grondwet en met algemene rechtsbeginselen en verdragen en de eis dat wetten daadwerkelijk uitvoerbaar en handhaafbaar zijn – gelden niet voor principes uit gedragscodes, of vrijwillige maatstaven en gedragsregels die door een sector zijn afgesproken. Om deze reden is een kritische beschouwing van de transformatie van normen die zijn ontstaan in de sfeer van zelfregulering in nationale en Europese wetgeving van belang.²⁹

Gerelateerd aan deze transformatie van *soft law* in *hard law* is de constatering dat de Nederlandse financiële toezichtwetgeving en aanverwante regelgeving een aantal ethische begrippen bevat, waarvan een heldere juridische betekenis en invulling vooralsnog ontbreekt.³⁰ De wettelijke normen die gelden ten aanzien van de integriteit van financiële ondernemingen en de daar werkzame personen hebben inhoudelijk gestalte gekregen door het gebruik van termen waarvan niet direct duidelijk is wat de juridische betekenis is. Dit gegeven leidt tot rechtsonzekerheid bij normadressanten en mogelijk tot rechtsongelijkheid bij de toepassing en interpretatie van deze normen. Als voornaamste voorbeeld gelden de competenties die gehanteerd worden bij de Geschiktheidstoets zoals door DNB wordt uitgevoerd. De wettelijke grondslag van de geschiktheidstoets is hoofdzakelijk art. 3:8 Wft. In dit artikel is gesteld dat een beleidsbepaler van een financiële onderneming *geschikt* dient te zijn. De Beleidsregel Geschiktheid 2012 geeft nadere invulling aan de wijze waarop beleidsbepalers en bestuurders getoetst worden op geschiktheid.³¹ Buiten

28. Toekomstgericht Bankieren, 2014, p. 2; Monitoring Commissie Corporate Governance Code, *De Nederlandse Corporate Governance Code*, Den Haag: 2016, p. 14.

29. Zie ook: J.G.J. Rinkes, 'Is Titel 7/17 BW 'Europa- en toekomstproef'?', *Het Verzekerings-Archief* 2016-2, p. 79.

30. Voor een onderzoek naar de betekenis en invulling van normen en regels in het financieel toezichtrecht, zie: K.W.H. Broekhuizen, *Klantbelang, belangenconflict en zorgplicht*, Den Haag: Boom Juridische uitgevers 2016.

31. Deze geschiktheid heeft betrekking op 4 centrale thema's:

A. *Bestuur, organisatie en communicatie*, waaronder het aansturen van processen, taakgebieden en medewerkers, het naleven en handhaven van algemeen aanvaarde sociale, ethische en professionele normen, waaronder het tijdig, juist en duidelijk informeren van klanten en de toezichthouder;
B. *Producten, diensten en markten waarop de onderneming actief is*, inclusief relevante wet- en regelgeving en financiële (en actuariële) aspecten;
C. *Beheerste en integere bedrijfsvoering*, waaronder de administratieve organisatie en interne controle, de waarborging van geschiktheid en vakbekwaamheid binnen een onderneming, de zorgvuldige

abstracte kwaliteiten en kenmerken als opleiding en werkervaring wordt ook gebruik gemaakt van een uitgebreide lijst van minder objectief te duiden competenties. Enkele voorbeelden zijn ‘authenticiteit’, ‘besluitvaardigheid’, ‘oordeelsvorming’, ‘loyaliteit’, ‘overtuigingskracht’ en ‘omgevingssensitiviteit’. De betekenis van deze termen in een wettelijke context is als zodanig niet kenbaar. De beleidsregel geeft per competentie een toelichting, maar dit is vanuit juridisch oogpunt niet voldoende. De vraag rijst of een dergelijke uitgebreide lijst van kenmerken die betrekking hebben op het karakter, het psychische profiel en normatieve kader van een kandidaat-bestuurder of beleidsbepaler van een financiële instelling een plaats verdient in formele regelgeving. Hoe kan een kandidaat die ongeschikt verklaard wordt zich verdedigen tegen het veronderstelde ontbreken van deze competenties?

Ook ten aanzien van financiële ondernemingen kan sprake zijn van onduidelijkheid over de materiële en feitelijke invulling van ethische terminologie in wet- en regelgeving. Het centrale begrip in deze discussie is *integriteit*. Bij de samenstelling van de Wft heeft het begrip *integere en beheerste bedrijfsvoering* een belangrijke plaats gekregen. Het is een sleutelbegrip dat een breed scala aan eisen en plichten bevat.³² Evenals bij corporate governance kan de vraag gesteld worden wat in de praktijk precies onder dit begrip dient te worden verstaan. De invulling die gegeven wordt aan het begrip integriteit dient gespeend te zijn van onduidelijkheid en willekeur. Een belangrijke vraag op dit gebied betreft hoe indringend het toezicht op de integriteit van financiële ondernemingen dient te zijn, om enerzijds toereikend en effectief te zijn vanuit het oogpunt van systeemtoezicht, prudentieel toezicht en gedragstoezicht en anderzijds de grenzen van het (financieel) ondernemerschap, waaronder strategiebepaling, het behalen van concurrentievoordeel in een vrije-markteconomie te waarborgen. Betekent toezicht uitoefenen op gedrag en cultuur in de financiële sector hetzelfde als in verregaande mate materieel gezien bepalen wat precies dit gedrag en deze cultuur dient te behelzen? Anders geformuleerd: waar eindigt het externe financiële toezicht en begint de interne corporate governance?

Dat de uitgangspunten en het toetskader van financieel toezicht en corporate governance niet gelijklopen laat zich illustreren door de uitkomsten van de door DNB in 2015 uitgevoerde Integriteitsanalyse. Het onderzoek wees volgens DNB uit dat 80% van de beoordelingen van integriteitsrisicoanalyses niet voldoet.³³ Tevens stelde DNB vast dat veel bedrijven niet over een integriteitsrisicoanalyse beschikken. Een integriteitsrisicoanalyse wordt gezien als een belangrijk middel in het bereiken en in stand houden van een beheerste en integere bedrijfsvoering. Deze uitkomst is opmerkelijk wanneer de uitkomsten van het onderzoek van de Monitoring Commissie Code Banken ermee vergeleken wordt. De naleving van de Code Banken

behandeling van klanten, het risicomanagement, compliance en de uitbesteding van werkzaamheden; en

D. *Evenwichtige en consistente besluitvorming*, waarbij onder meer de belangen van klanten en andere stakeholders een centrale positie innemen.

32. Onder andere: de naleving van geldende wet- en regelgeving, het actief tegengaan van strafbare feiten begaan door de onderneming en werknemers, maar integriteit speelt ook een rol ten aanzien van de kwaliteit en aard van producten, de klantbejegening, zuivere handelspraktijken, transacties op financiële markten, communicatie en financiële verslaggeving.

33. DNB, *De integriteitsrisicoanalyse – meer waar dat moet, minder waar dat kan*, Amsterdam: DNB 2015, p. 6.

over de periode 2010-2015 was zeer hoog, nagenoeg volledig. Risicomanagement en integriteitsmanagement maken een belangrijk onderdeel uit van corporate governance in banken. De vraag kan gesteld worden of het toetskader van DNB te streng is, of dat de Monitoring Commissie Code Banken mogelijk te soepel toetst.

De bovengenoemde ontwikkelingen en constatering hebben bijgedragen aan de formulering van de onderzoeksvraag van dit proefschrift:

‘Hoe ligt de verhouding tussen financieel toezicht en corporate governance en wat zijn de juridische implicaties en mogelijke knelpunten van het toegenomen gebruik van ethische normen in financiële toezichtwetgeving en de toename van normatieve beleidsdoelstellingen en bevoegdheden van de financiële toezichthouders?’

Dit onderzoek is verricht in het kader van het onderzoeksprogramma ‘Recht in een geïndividualiseerde netwerksamenleving’ van de faculteit Cultuur en Rechtswetenschappen van de Open Universiteit Nederland. Het onderzoeksprogramma is gericht op de toename van het fenomeen ‘vernetwerking’; waarbij partijen en relaties in toenemende mate verweven raken en in maatschappelijk, economisch en juridisch opzicht onderling afhankelijk worden. Tegelijkertijd is er sprake van individualisering, een ontwikkeling waarbij rechtssubjecten (natuurlijke en rechtspersonen) een grote waarde hechten aan zelfbeschikking en keuzevrijheid. Zelfregulering in de financiële sector kan gezien worden als een vorm van individualisering; de ruimte en bevoegdheid om in eigen kring zelf de normen, regels en handhavingsmethodes te bepalen, in tegenstelling tot overheidstoezicht. In de financiële sector is tevens in grote mate sprake van vernetwerking tussen banken, verzekeraars, beleggingsinstellingen en andere financiële instellingen, zowel nationaal als internationaal. Het dilemma ‘too big to fail’ vormt een uitgesproken vorm van onderlinge verwevenheid en problematische afhankelijkheid tussen grote banken en andere financiële instellingen. Financiële regulering vindt grotendeels plaats in een systeem van ‘multi-level governance’ waarin nationale en Europese toezichthouders samenwerken met als doel de totstandkoming en handhaving van een stabiele en prudente financiële sector. Banken zelf blijven echter in grote mate verweven en onderling verbonden als gevolg van hun financiële en operationele structuren, ‘on- and off balance sheet exposures’ en het interbancair leenverkeer.³⁴

Financiële regulering vindt plaats via overheidstoezicht en zelfregulering, er bestaat een duidelijke overlap tussen beide systemen, hoewel de bevoegdheden, normatieve grondslagen en doelstellingen kunnen verschillen. De knelpunten en afbakeningsproblemen die spelen bij de relatie tussen zelfregulering en financieel overheidstoezicht (en soft law en hard law instrumenten) en tussen recht en moraal, maken dat het onderhavige onderzoek thematisch op een logische wijze past binnen de kaders van het facultaire onderzoeksprogramma.

34. Zie ook: M.D.H. Nelemans, ‘Governing Banks in Europe’, in: A.H. Lamers & C.M. Zoethout (red.), *De netwerksamenleving vanuit juridisch perspectief*, Zutphen: Uitgeverij Paris 2017, p. 187.

Hoofdstuk 2

De verhouding tussen zelfregulering en wetgeving in het financiële toezichtrecht

2.1 De ontwikkeling van corporate governance

Er bestaat sinds de eeuwwisseling een toegenomen belangstelling voor de corporate governance van beursgenoteerde bedrijven.³⁵ De boekhoudfraudes van rond de eeuwwisseling, bij onder meer Enron, Ahold en Worldcom hebben het inzicht gegeven dat de interne bedrijfsvoering van beursgenoteerde bedrijven niet ongereguleerd kan blijven.³⁶ Faillissementen, zoals van Enron, veroorzaakten grote publieke en private schade en verlies van banen en verlies van vertrouwen in beursgenoteerde bedrijven.³⁷ Deze gevallen van fraude en corruptie zijn duidelijke voorbeelden gebleken van falende corporate governance regimes.³⁸ Corporate governance laat zich in het Nederlands het beste vertalen in 'goed ondernemingsbestuur' en is als begrip net zo oud als de eerste vennootschappen.

De Vereenigde Oost-Indische Compagnie (VOC), opgericht in Nederland in 1602, was de eerste naamloze vennootschap in de wereld.³⁹ Het kapitaal waarmee de VOC haar handel dreef was bijeengebracht door particuliere kapitaalverschaffers en deze aandelen waren overdraagbaar. Dit is de oorsprong van de scheiding van kapitaal en bestuur en tevens van de tegenstrijdige belangen die hiermee gepaard

35. De eerste vermelding van het begrip 'corporate governance' was in een document van de Amerikaanse Securities and Exchange Commission halverwege de jaren zeventig. In 1974 begon de SEC de aansprakelijkheid van bestuurders als een van haar toezichthoudende taken te beschouwen en een zaak betreffende misleidende financiële verslaggeving door drie bestuurders van Penn Central (een spoorwegbedrijf dat was gediversifieerd in olieleidingen, hotels en vastgoed). Het werd de bestuurders verweten dat ze wanbeleid door managers niet hadden opgemerkt en derhalve foutieve financiële verslaggeving hadden gepubliceerd. Het faillissement van Penn Central bracht deze misstanden naar voren. (B. Cheffins, 'The history of corporate governance', in: M. Wright et al. (eds.), *The Oxford Handbook of Corporate Governance*, Oxford: Oxford University Press 2013, p. 47).

36. Zie: A. Davies, *The globalization of corporate governance: the challenge of clashing cultures*, Surrey: Gower Publishing Limited 2011, p. 5. In de Verenigde Staten is in 2002 als antwoord op de boekhoudfraudes en het daarmee samenhangende gedaalde vertrouwen de Sarbanes-Oxley Act tot stand gekomen. In tegenstelling tot de Nederlandse Corporate Governance Code is de Sarbanes-Oxley Act een wetelijke regeling met onder meer aanzienlijke straffen voor boekhoud- en jaarrekeningfraude, alsook de mogelijkheid om bestuurders persoonlijk aansprakelijk te stellen. Zie: H.H. Voogsgeerd, *Corporate governance codes: markt- of rechtsarrangement?*, Deventer: Kluwer 2006, p. 1. Zie ook: M.D.H. Nelemans, *Bestuurdersaansprakelijkheid in de financiële sector: toezicht, handhaving, sancties en zorgplichten*, Zutphen: Uitgeverij Paris 2013, p. 32.

37. H.J. Blommestein, 'How to restore trust in financial markets', in: P.H. Dembinski et al. (eds.), *Enron and world finance – a case study in ethics*, New York: Palgrave Macmillan 2006, p. 187.

38. P. Fentrop, *De geschiedenis van corporate governance*, Assen: Van Gorcum 2013, p. 227 e.v.

39. Fentrop 2013, p. 13; M. van Daelen, 'Risk management from a business law perspective', in: M. van Daelen & C. Van Elst (eds.), *Risk Management and corporate governance – interconnections in law, accounting and tax*, Cheltenham: Edward Elgar 2010, p. 57.

gaan.⁴⁰ Een rechtspersoon die een onderneming drijft heeft een vennootschapsrechtelijk belang, de aandeelhouders hebben een eigen economisch belang en de bestuurders hebben eveneens een eigen belang. Deze verhoudingen geven spanningen en bestuurlijke knelpunten. Bestuurders waarvan bleek dat ze de opbrengsten van de eerste ondernemingen behandelden als de voortbrengselen van hun eigen inzet (en zich hiertoe gerechtigd achten) dienden tegenwicht te krijgen en begrensd te worden in hun handelingsvrijheid. Er diende een vorm van toezicht geïntroduceerd te worden, onder meer gericht op het vaststellen van de jaarrekening en de voordracht, benoeming en beloning van bestuurders. Deze functie werd sinds 1622 bekleed door een college van hoofdparticipanten. Deze functie werd 100 jaar later, vanaf 1720, commissaris genoemd.⁴¹

De problemen rondom de scheiding van eigendom en bestuur laten zich het best omschrijven door de traditionele 'agency theorie'.⁴² Het probleem is voor het eerst empirisch onderzocht door de economen Berle and Means (1932). Zij signaleerden knelpunten als gevolg van de relatie en machtsverhouding tussen aandeelhouders en bestuurders.⁴³ Belangrijkste reden die zij hiervoor zagen was het gegeven dat de rechtspersoon eigenaar is van de vennootschap en niet de aandeelhouders. De bestuurders (agents) en het management (agents) bepalen het dagelijks beleid van de onderneming en hebben daardoor de mogelijkheid om beslissingen te nemen in hun eigen belang, zonder dat hieraan door de aandeelhouders (principals) tegenwicht gegeven kan worden.⁴⁴ Als bestuurders en aandeelhouders andere belangen hebben dan het belang van de rechtspersoon en er is sprake van een informatie-asymmetrie dan ontstaat een voedingsbodem voor wezenlijke problemen in de governance van een onderneming.⁴⁵ Als het aandeelhouderschap dusdanig verspreid is dat geen individuele (of kleine groep) aandeelhouder(s) de uitkomst van een stemming kan bepalen, dan kunnen aandeelhouders geen goede controle of effectief toezicht uitoefenen op het bestuur. Wanneer sprake is van uiteenlopende belangen of verschillende opvattingen over de risicobereidheid tussen de aandeelhouders en het bestuur ontstaan er knelpunten. Het bestuur kan handelen op basis van hun informatievoorsprong en mogelijk in strijd met het belang van de aandeelhouders.⁴⁶ Dat een te grote betrokkenheid van kleine aandeelhouders niet per definitie als wenselijk en goed werkbaar gezien wordt blijkt uit een bepaling van de in 2013 ingevoerde Wet Corporate Governance. De drempel om onderwerpen op de agenda

40. Idem, p. 57; S.M. Bartman, *European company law in accelerated progress*, Alphen aan den Rijn: Kluwer Law International 2006, p. 33; S. Douma & H. Schreuder, *Economic Approaches to organizations*, Edinburgh Gate: Pearson Education Limited 2012, p. 366.

41. R.A.M. Pruijm, *Behoorlijk ondernemingsbestuur – lessen uit de boekhoudschandalen*, Assen: Van Gorcum 2003, p. 59.

42. A. Kokkinis, 'A primer on corporate governance in banks and financial institutions: are banks special?', in: I. H-Y Chiu & M. McKee (eds.), *The law on corporate governance in banks*, Oxon: Routledge 2015, p. 32.

43. A. Berle & G. Means, *The modern corporation and private property*, New York: Transactions Publishers 1932 (10e editie 1991).

44. Idem, p. 7.

45. Over het concept informatieasymmetrie (met name tussen tussen banken en klanten) zie: Broekhuizen 2016, p. 42-43.

46. A. Kokkinis, 'A primer on corporate governance in banks and financial institutions: are banks special?', in: I. H-Y Chiu & M. McKee (eds.), *The law on corporate governance in banks*, Oxon: Routledge 2015, p. 32.

te plaatsen is verhoogd van 1% naar 3% (alleen of gezamenlijk). Het doel van deze wetsbepaling is het voorkomen dat kleine aandeelhouders een te zware stempel drukken op de AvA.⁴⁷

Sinds begin jaren negentig heeft corporate governance een ingrijpende ontwikkeling en conceptuele uitbreiding ondergaan. Een van de documenten die fundamenteel hebben bijgedragen aan de totstandkoming van het moderne begrip corporate governance is het in 1992 gepubliceerde: 'Committee of sponsoring organizations of the Treadway Commission (COSO) Framework'.⁴⁸ Het framework is ontwikkeld door de in 1985 in de Verenigde Staten opgerichte Treadway Commission. Het framework is tot stand gekomen naar aanleiding van boekhoudschandalen in de jaren tachtig en is gericht op het helpen beoordelen van de interne controle- en beheersingssystemen van ondernemingen.⁴⁹ In 2013 is het framework vernieuwd, maar de uitgangspunten van het framework zijn hetzelfde gebleven.⁵⁰ In 1992 bracht het Cadbury Committee uit het Verenigd Koninkrijk haar rapport betreffende de financiële aspecten van corporate governance uit.⁵¹ Dit eerste rapport bevat 19 aanbevelingen gericht op het verbeteren van de verantwoordelijkheid van het bestuur naar de aandeelhouders en de berichtgeving over de effectiviteit van de interne beheersing. In 1994 werden hieraan best practice bepalingen toegevoegd, waarna in 1999 een aanvulling kwam in de vorm van het Turnbull Report. Dit rapport bevat met name aanbevelingen die betrekking hebben op de interne controle.⁵² Samen vormen deze aanbevelingen de Combined Code, die door beursgenoteerde bedrijven dient te worden toegepast of uitgelegd.⁵³ De Combined Code wordt regelmatig gereviseerd, de meest recente versie is 17 juni 2016 gepubliceerd. De vijf hoofdonderwerpen die door de code gereguleerd worden zijn traditionele corporate governance thema's: leiderschap, effectiviteit, aansprakelijkheid, beloningsbeleid en de relatie met de aandeelhouders.⁵⁴

Een volgende mijlpaal in de ontwikkeling van corporate governance, en dan voornamelijk in juridisch opzicht, is de in de Verenigde Staten in 2002 ingevoerde Sarbanes-Oxley Act (SOX).⁵⁵ De grote boekhoudschandalen bij onder meer Enron,

47. Kamerstukken II 2008/09, 32 014, nr. 3, p. 23.

48. Committee of Sponsoring Organizations of the Treadway Commission, *Internal control – Integrated framework*, New York: AICPA 1992.

49. Zie ook: L. Graham, *Internal control audit and compliance: documentation and testing under the new COSO Framework*, New Jersey: John Wiley & Sons 2015, p. 2.

50. Interne controle op grond van het COSO Framework heeft betrekking op drie organisatiedoelstellingen: de dagelijkse operatie (efficiënt en effectief), het rapporteren over deze activiteiten (intern en extern), compliance (voldoen aan wet- en regelgeving). Deze drie organisatiedoelstellingen worden bereikt door toepassing van vijf componenten: a: De controleomgeving, b: Risicobeoordeling, c: Controleactiviteiten, d: Informatie en communicatie, e: Toezicht op activiteiten (COSO Framework 2013).

51. Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance, 1992, te raadplegen via: <http://www.ecgi.org/codes/documents/cadbury.pdf>.

52. N. Turnbull et al., *Internal Control: Guidance for Directors of the Combined Code (Turnbull Report)*, 1999, te raadplegen via: <http://www.ecgi.org/codes/documents/turnbul.pdf>.

53. Zie: C. Mallin, *Corporate Governance*, Oxford: Oxford University Press 2016, p. 33 e.v.

54. Financial Reporting Council, *The UK Corporate Governance code*, 2016, te raadplegen via: <https://www.frc.org.uk/Our-Work/Publications/Corporate-Governance/UK-Corporate-Governance-Code-April-2016.pdf>.

55. Public Law 107-204-July 30, 2002 (Sarbanes-Oxley Act), te raadplegen via: <https://www.sec.gov/about/laws/soa2002.pdf>.

Worldcom en Xerox vormden de aanleiding.⁵⁶ Corporate governance heeft in de Verenigde Staten een wettelijke basis gekregen, terwijl in Europa gekozen is voor zelfregulering door gebruik te maken van codes en naleving via het 'pas toe of leg uit'-beginsel. Vooral de naleving van sectie 404 van SOx, betreffende de interne controle, is voor ondernemingen ingewikkeld en kostbaar. Het bestuur moet op grond van sectie 404 verklaren dat de interne controlesystemen met betrekking tot de financiële verslaggeving adequaat en effectief zijn.⁵⁷ De mogelijkheid om zware sancties op te leggen vormt een van de belangrijkste verschillen tussen de SOx-wetgeving en de corporate governance codes van Europese landen.⁵⁸

Zoals opgemerkt, de Europese invulling van corporate governance geschiedt door het 'pas toe of leg uit'-beginsel. De Richtlijn 2006/46/EC is de wettelijke basis van de verplichting voor beursgenoteerde vennootschappen om in het jaarverslag een verklaring inzake corporate governance op te nemen (art. 46 bis van de richtlijn).⁵⁹ De verklaring dient in ieder geval een verwijzing te bevatten naar de toepasselijke corporate governance code waaraan de vennootschap is onderworpen.⁶⁰ Het in Europa gangbare 'pas toe of leg uit'-beginsel ligt besloten in art. 46 bis sub b van de Richtlijn en stelt dat een vennootschap, in overeenstemming met nationale wetgeving gemotiveerd mag afwijken van delen van de geldende corporate governance code. Op grond van art. 46 bis sub c van de Richtlijn dienen beursgenoteerde bedrijven een beschrijving te geven van de belangrijkste kenmerken van de interne controle- en risicobeheersingssystemen van de vennootschap, in verband met de financiële verslaggeving. Dit kan gezien worden als de Europese variant van de 'in control'-verklaring gericht op de betrouwbaarheid van de financiële verslaggevingsrisico's, niet ten aanzien van strategische, operationele, financiële en compliance risico's. Er bestaat een significant verschil tussen de plicht om te moeten verklaren dat de interne controlesystemen ten aanzien van de financiële verslaggeving 'adequaat en effectief' zijn, of de plicht om ze überhaupt te beschrijven, zonder de expliciete garanties. Ten aanzien van aansprakelijkheid bij een onjuiste financiële verslaggeving zijn de juridische verschillen wezenlijk.

56. U. Claassen, *Handboek Risicomanagement*, Deventer: Kluwer 2009, p. 27; A. de Bos, 'Corporate governance volop in beweging', in: A. de Bos en W.J. Slagter (red.), *Financieel Recht*, Deventer: Kluwer 2008, p. 51.

57. Op grond van de eerste versie van de Nederlandse Corporate Governance Code diende het bestuur van Nederlandse beursgenoteerde vennootschappen op grond van bepaling II.1.4 ook te verklaren dat de (financiële en niet-financiële) interne controlesystemen adequaat en effectief zijn. Vanaf boekjaar 2005 is dit, na een aanbeveling van de Monitoring Commissie Corporate Governance, niet meer vereist. Zie Monitoring Commissie Corporate Governance Code, *rapport 2005*, Den Haag: 2005, p. 52.

58. Zie ook: D.A.M.H.W. Strik, *Grondslagen bestuurdersaansprakelijkheid – Een maatpak voor de board room*, Deventer: Kluwer 2010, p. 173 e.v.; J. Emanuels, O. van Leeuwen & P. Wallage, 'Internal control volgens Sarbanes-Oxley', *Maandblad voor Accountancy en Bedrijfseconomie* 2005, p. 349.

59. Richtlijn 2006/46/EG van het Europees Parlement en de Raad van 14 juni 2006 tot wijziging van de Richtlijnen 78/660/EEG van de Raad betreffende de jaarrekening van bepaalde vennootschapsvormen, 83/349/EEG van de Raad betreffende de geconsolideerde jaarrekening, 86/635/EEG van de Raad betreffende de jaarrekening en de geconsolideerde jaarrekening van banken en andere financiële instellingen en 91/674/EEG van de Raad betreffende de jaarrekening en de geconsolideerde jaarrekening van verzekeringsondernemingen.

60. Het is ook mogelijk dat de vennootschap verwijst naar de corporate governance code die zij vrijwillig toepast en/of alle relevante informatie over corporate governance die wordt toegepast en die geldt volgens wettelijke eisen (art. 46 bis lid a van de Richtlijn).

Op het moment dat de Europese corporate governance richtlijn uitgevaardigd werd had Nederland al een uitgekristalliseerd en wettelijk verankerd corporate governance regime. In 1996 werd de eerste Nederlandse corporate governance commissie ingesteld, onder leiding van Jaap Peters. De commissie is tot stand gekomen als compromis over een wetsvoorstel betreffende de doorbreking van beschermingsconstructies. De opdracht van de commissie was te onderzoeken of er sprake was van een houdbare balans tussen toezicht, bestuur en aandeelhouders binnen beursgenoteerde bedrijven, in het licht van de mondialisering van de Nederlandse economie.⁶¹

De uitgangspunten van de commissie Peters waren beperkt tot de relatie tussen de Raad van Bestuur, de Raad van Commissarissen en de aandeelhouders. De commissie heeft bewust en onderbouwd niet gekozen om aspecten zoals de relatie met de samenleving, de werknemers, klanten en sociale en milieuaspecten te behandelen.⁶²

Dit is een 'enge' opvatting van corporate governance die traditionele agency problematiek wil reguleren. Een ruime opvatting van corporate governance betreft de andere stakeholders ook nadrukkelijk in het corporate governance raamwerk.⁶³

De commissie Peters deed in 1997 veertig aanbevelingen, met als thema's goed bestuur, doeltreffend toezicht en het afleggen van verantwoordelijkheid. De veertig aanbevelingen zijn nooit in een wet verwerkt of verankerd en de commissie deed ook geen voorstellen voor wetswijzigingen. De aanbevelingen zijn in de sfeer van vrijwillige zelfregulering gebleven.⁶⁴ In maart 2003 is de commissie Tabaksblat ingesteld met de taak om een corporate governance code op te stellen.⁶⁵ Bij het opstellen van de code is uitgegaan van het bestaande wettelijke kader op het gebied van de interne en externe verhoudingen van beursgenoteerde vennootschappen en tevens de jurisprudentie inzake corporate governance. Er is gekozen voor een bredere benadering van het concept corporate governance, in vergelijking met de commissie Peters. Het uitgangspunt dat een vennootschap een lange termijn samenwerkingsverband is tussen diverse bij de vennootschap betrokken partijen is het overkoepelende motto van de code.⁶⁶ In tegenstelling tot de 40 aanbevelingen van de commissie Peters is bij het opstellen van de Code Tabaksblat nadrukkelijk gekozen voor een opvatting van corporate governance die ook de belangen van werknemers, kapitaalverschaffers, leveranciers, afnemers en maatschappelijke groeperingen bestrijkt.⁶⁷ De thema's zijn niet wezenlijk veranderd, zij het dat gekozen is voor een benadering vanuit twee pilaren: goed ondernemerschap enerzijds, waaronder begrepen wordt integer en transparant handelen door het bestuur en anderzijds adequaat toezicht op dit bestuur, waarover verantwoording wordt afgelegd. De eerste NCGC werd op 9 december 2003 gepresenteerd en trad op 1 januari

61. Commissie Peters, *Corporate governance in Nederland – de veertig aanbevelingen*, Den Haag: 1997, p. 3.

62. Idem, p. 3.

63. Zie ook: S. Wen, *Shareholder primacy and Corporate Governance*, London: Routledge 2013, p. 13.

64. Zie ook: C.M. van Houwelingen & R.M.L. Degens, 'Corporate governance in Nederland, van Peters tot Tabaksblat', *Compact* 2005-2.

65. Op verzoek van Euronext Amsterdam, het Nederlands Centrum van Directeuren en Commissarissen, de Stichting Corporate Governance Onderzoek voor Pensioenfondsen, de Vereniging van Effectenbezitters, de Vereniging Effecten Uitgevende Ondernemingen en de Vereniging VNONCW en op uitnodiging van de Ministers van Financiën en Economische Zaken.

66. Commissie corporate governance, *De Nederlandse corporate governance code – beginselen van deugdelijk ondernemingsbestuur en best practice bepalingen*, Den Haag: 2003, p. 3.

67. Idem, p. 3.

2004 in werking.⁶⁸ De NCGC gold voor alle beursgenoteerde vennootschappen, ook voor financiële instellingen. De principes en best practice bepalingen zijn echter niet toegesneden op de specifieke ondernemingsaspecten van banken. De nadruk ligt op de verhouding binnen de vennootschap tussen het bestuur, de commissarissen en de aandeelhouders, met een sectie gewijd aan bepalingen die betrekking hebben op de audit van financiële verslaggeving en de positie van de interne audit en de externe accountant. Dit is begrijpelijk omdat boekhoudfraudes rond de eeuwwisseling de voornaamste aanleiding voor de invoering van een gedragscode voor beursgenoteerde bedrijven zijn geweest.⁶⁹

De problemen die zich kunnen voordoen bij de corporate governance van banken worden niet gereguleerd in de eerste versie van de NCGC. Uit de politieke aanloop naar de totstandkoming van de voorloper van de Wft, de Wfd (2003-2004) blijkt dat de mogelijkheid van zelfregulering van de financiële sector door middel van een gedragscode is overwogen.⁷⁰ Deze gedragscode voor de financiële sector is er destijds niet gekomen, de NCGC gold onverkort voor Nederlandse beursgenoteerde instellingen. In de gereviseerde NCGC, die uitgebracht is in 2008, is een nadrukkelijke rol weggelegd voor het beloningsbeleid. De kredietcrisis was ontstaan in de periode dat de code gereviseerd werd en de crisis had zijn ware omvang en ernst nog niet getoond. De interventies van de overheid om ING, ABN-AMRO en Fortis van faillissement te redden wel en de relatie tussen de crisis en het beloningsbeleid en risicobereidheid was op dat moment al gelegd.⁷¹ De latere conclusie over het structureel falen van corporate governance bij universele banken was in Nederland 2008 nog niet getrokken. In het rapport van de Adviescommissie Toekomst Banken, dat in 2009 uitgebracht werd, is een duidelijk verband gelegd tussen falend risicomanagement van banken en de ernst en omvang van de crisis.⁷² Een versterking van de governance structuren van banken wordt door de commissie als het aangegeven instrument gezien om een brede en hoogwaardige beheersing van risico's te waarborgen.⁷³ De aanbevelingen van de commissie hebben geleid tot de invoering van een corporate governance code specifiek voor het bankwezen, de in 2010 ingevoerde Code Banken.⁷⁴ De Code Banken zou in 2015 een revisie krijgen en in december 2016 is de derde versie van de NCGC uitgebracht.

De NCGC en de Code Banken hebben uitdrukkelijk het karakter en de gelding van zelfregulering.⁷⁵ Deze karakterisering heeft voornamelijk betrekking op de vaststelling van de materiële normen van de codes, want wettelijk gezien zijn ze verankerd in art. 2:391 lid 4 BW. De Code Banken is inmiddels niet meer wettelijk verankerd,

68. Vanaf 1 januari 2005 dienden beursgenoteerde vennootschappen in hun jaarverslag te verklaren over de naleving van de code. Deze verantwoording wordt afgelegd middels het 'pas toe of leg uit'-beginsel.

69. Zie: K. Cools, *Controle is goed, vertrouwen nog beter*, Assen: Van Gorcum 2006, p. 59-60.

70. *Kamerstukken II* 2003/04, 29 507, nr. 3, p. 14.

71. Monitoring Commissie Corporate Governance Code, *De Nederlandse corporate governance code – beginselen van deugdelijk ondernemingsbestuur en best practice bepalingen*, Den Haag: 2008, p. 49-50.

72. Adviescommissie Toekomst Banken, *Naar herstel van vertrouwen*, Amsterdam: 2009, p. 11.

73. Idem, p. 11.

74. Code Banken preambule, p. 2; Adviescommissie Toekomst Banken, *Naar herstel van vertrouwen*, Amsterdam: 2009, p. 7-9.

75. Monitoring Commissie Corporate Governance Code, *De Nederlandse Corporate Governance Code*, Den Haag: 2016, p. 8; Monitoring Commissie Code Banken, *Bank en samenleving*, Amsterdam: 2015, p. 11.

maar maakt onderdeel uit van het pakket ‘Toekomstgericht bankieren’, waaronder begrepen het bankentuchtrecht en de bankierseed. De structuur met principes en best practices is verlaten, voornamelijk omdat een groot deel van de principes na 2010 in wet- en regelgeving is opgenomen. Naleving van de NCGC 2016 is niet vrijblijvend, op grond van art. 2:391 lid 3 BW zijn beursgenoteerde vennootschappen verplicht om een mededeling te doen over de naleving van de principes in de code. Van Schilfgaarde (2009) heeft deze wijze van wettelijke verankering beschreven als een nieuwe vorm van vennootschapsrecht.⁷⁶ Met de wettelijke verankering van de NCGC heeft Nederland voldaan aan de eis die Richtlijn 2006/46/EC hiervoor stelt.

Er bestaan verschillen en overeenkomsten tussen gedragscodes en wettelijke bepalingen, dit geldt met name ten aanzien van de financiële toezichtwetgeving. Er kan een theoretisch onderscheid gemaakt worden tussen ‘rules-based’ regulering (abstracte regels) en ‘principles-based’ regulering (open normen).⁷⁷ Bij principles-based regelingen is gebruik gemaakt van open normen die een mate van interpretatieruimte en bewegingsvrijheid aan de geadresseerden bieden.⁷⁸ De eisen die voortvloeien uit art. 4:10 en 4:11 Wft, gericht op de integriteit en betrouwbaarheid van bestuurders van financiële instellingen, zijn voorbeelden van ‘principles-based’ wetgeving. De Nederlandse Corporate Governance Code bestaat uit principes en ‘best practices’ die eveneens gestalte geven aan open normen. De naleving van corporate governance codes vindt plaats via het ‘pas toe of leg uit’-beginsel, afwijking van de principes van de code behoeft een uitleg en toelichting. De naleving van ‘rules-based’ wetgeving vindt niet plaats door middel van ‘pas toe of leg uit’, er is sprake van een nauwkeurige normstelling en weinig interpretatieruimte.⁷⁹ In de regulering van corporate governance is oorspronkelijk uitgegaan van het idee dat ‘one size does not fit all’. Beleidsmakers dienden daarom bedrijven en hun adviseurs ruimte en flexibiliteit te bieden om, binnen de wettelijke grenzen, invulling te geven aan de gewenste corporate governance beginselen. De invulling van de beginselen is afhankelijk van de grootte van het bedrijf, complexiteit van de organisatie, aandeelhoudersstructuur en andere specifieke eigenschappen.⁸⁰

De principes uit de NCGC 2016 en Code Banken vormen op zich geen bronnen van recht. Zij maken echter wel onderdeel uit van een complex systeem van private en bestuursrechtelijke regulering van de financiële sector. De NCGC geeft uiting aan de in Nederland heersende opvatting over goed ondernemingsbestuur⁸¹ en de normen uit de eerste Code Banken zijn nadien grotendeels in wetgeving omgezet. Deze transformatie van zelfregulering naar formele wetgeving kan lopen via de

76. P. van Schilfgaarde, *Van de BV en NV*, Deventer: Kluwer 2009, p. 42.

77. Zie ook: V. Revest & A. Sapio, ‘An essay on the emergence, organization and performance of financial markets — the case of the alternative investment market’, in: A. Pyka & H-P Burghof (eds.), *Innovation and Finance*, Oxon: Routledge 2014, p. 76 e.v.; D. Rezaee, *Corporate governance and ethics*, Hoboken: John Wiley & Sons 2009, p. 169.

78. R.K. Pijpers, ‘Wet en regelgeving: kader, maar ook keurslijf’, in: M. Jurgens & R. Stijnen (red.), *Compliance in het financieel toezichtrecht*, Deventer: Kluwer 2008, p. 29-30.

79. Een bewerking van: Nelemans 2013, p. 8.

80. J.G.C.M. Galle, *Consensus on the comply or explain principle within the EU framework: legal and empirical research*, Deventer: Kluwer 2012, p. 6 (zie ook: EU Comparative study, 2002, p. 68).

81. Zie ook: C. de Groot, *Governance en toezicht voor financiële marktpartijen. Gevolgen van de financiële crisis*, Zutphen: Uitgeverij Paris 2010, p. 45.

route van implementatie van Europese richtlijnen. De overeenkomst tussen gedragscodes, als product van zelfregulering, en formele financiële toezichtwetgeving is dat zij beide een uiting zijn van morele opvattingen over de juiste inrichting, cultuur en handelswijze binnen de financiële sector. Er bestaan echter wezenlijke verschillen in toezicht en handhaving en de gevolgen van gebreken in de naleving. Corporate governance komt meer prominent in beeld tijdens en na een crisis of grootschalige fraudegevallen.⁸² Op dat moment ontstaat de noodzaak voor wetgevers, beleidsmakers en toezichthouders om een antwoord te vinden op deze misstanden. De maatschappij vereist in een periode na misstanden een krachtig antwoord van de overheden en dit leidt tot strengere regulering.⁸³ Hierin dienen keuzes gemaakt te worden tussen meerdere vormen van regulering: overheidsregulering of zelfregulering. Een gevolg van de financiële crisis is dat het vertrouwen in zelfregulering als een prudent middel voor de regulering van banken zwaar onder druk is komen te staan.⁸⁴ Wetgevers en financiële toezichthouders hebben op de crisis gereageerd met een onnavolgbare hoeveelheid wet- en regelgeving, voornamelijk gericht op het tegengaan van bankfaillissementen en systeemrisico's.⁸⁵ Deze (politieke) reguleringsdrang heeft geleid tot een steeds verder uitgebreid raamwerk van financiële toezichtwetgeving, die grotendeels niet gewenst is door de sector zelf. Aan de financiële crisis zijn twee decennia van deregulering en privatisering voorafgegaan en sinds 2008 is de financiële toezichtwetgeving alleen maar strikter en uitgebreider geworden. Deze ontwikkeling vertoont een cyclisch karakter van deregulering en her-regulering. Joosen (2015) stelt hierover:

‘Wet- en regelgeving voor de financiële sector lijkt daardoor aan dezelfde conjuncturele bewegingen te zijn onderworpen als de macro-economische bewegingen. In tijden van voorspoed is er sprake van een pleidooi voor het doen afnemen van de regeldruk, of met een technische term: “deregulering”. In tijden van economische tegenspoed is de roep om meer en strengere regels duidelijk hoorbaar en wordt dit pleidooi niet tegengesproken.’⁸⁶

Gerding (2013) noemt deze dynamiek de ‘regulatory stimulus cycle’: in periodes waarin activa in waarde stijgen en financiële markten oververhit raken is sprake van minder regulering en in wezen een stimulering door de overheid voor lenen

82. Zie ook: S.M. Bainbridge, *Corporate governance after the financial crisis*, Oxford: Oxford University Press 2012, p. 25-26.

83. Gerding 2013, p.8-9.

84. R. Perez, ‘Finance, governance and management: lessons to be learned from the current crisis’, in: W. Sun et al. (eds.), *Corporate Governance in the financial crisis: international perspectives*, Cambridge: Cambridge University Press 2011, p. 125; T. Clarke, ‘Corporate governance and the global financial crisis: the regulatory response’, in: T. Clarke et al. (eds.), *The SAGE handbook of corporate governance*, London: Sage Publications Ltd. 2012, p. 534.

85. European Commission, *MEMO- Capital requirements – CRD IV/CRR – FAQ*, Brussels 16 July 2013, p. 26; H. Willke, E. Becker & C. Rostasy, *Systemic risk – The myth of rational finance and the crisis of democracy*, Frankfurt-on-Main: Campus Verlag GmbH 2013, p. 16 e.v.

86. B.P.M. Joosen, *Bankwetgeving na de financiële crisis, is het genoeg?* (oratie), Amsterdam: Vossiuspers 2015, p. 6.

en investeren.⁸⁷ Na de crisis is een wantrouwen ontstaan ten aanzien van de effectiviteit en deugdelijkheid van zelfregulering en mede hierdoor zijn aspecten die oorspronkelijk in de sfeer van zelfregulering vielen verworpen tot wetgeving: bedrijfsstrategie, beloningsbeleid, samenstelling van het bestuur, productontwikkeling en een veelvoud aan factoren die verband houden met de bedrijfsvoering van banken. Dit is een ontwikkeling die voornamelijk op het Europese niveau heeft plaatsgevonden en gestalte heeft gekregen in richtlijnen en verordeningen. De financiële crisis is als een directe bedreiging gezien voor de interne markt.⁸⁸ De ontwikkeling van de Europese Bankenunie is de meest uitgesproken supranationale wetgevingsreactie op de financiële crisis.

Bij de keuze voor een aangescherpt wetgevingsregime kan het privaatrecht aangepast worden, zoals de eisen in Boek 2 BW ten aanzien van financiële verslaggeving en de bevoegdheden en rol van de aandeelhouders en commissarissen. Dit was het geval bij de invoering van de Wet Corporate Governance in 2013.⁸⁹ De bepalingen van deze wet zijn in Boek 2 BW en de Wft verwerkt. De Wet Corporate Governance is een voorbeeld van de ontwikkeling van de beginselen van goed ondernemingsbestuur in het Nederlandse ondernemingsrecht. In tegenstelling tot de NCGC en de Code Banken regelt de WCG een beperkt deel van de corporate governance van Nederlandse beursgenoteerde bedrijven (waaronder banken), de nadruk ligt op de communicatie tussen de aandeelhouders en het bestuur. De wet regelt een viertal aspecten dat verband houdt met de governance van NV's. De drempel voor het moeten melden bij de AFM van kapitaalbelangen of zeggenschapsrechten is verlaagd van 5% naar 3%, dit om in een eerder stadium te kunnen bepalen wie de grote aandeelhouders van een beursgenoteerde onderneming zijn. De mogelijkheden voor kleine aandeelhouders om agendapunten te bepalen is gewijzigd door een verhoging van de drempel van 1% naar 3%. Er is tevens de mogelijkheid ontstaan voor vennootschappen om in aanloop naar de AvA alle aandeelhouders en certificaathouders te identificeren (die een belang hebben dat groter is dan 0,5% van de aandelen). Dit biedt het bestuur een beter inzicht in het aandeelhouderschap in de vennootschap. Een vierde punt betreft de meldingsplicht bij de AFM voor personen die brute shortposities van meer dan 3% hebben ingenomen. Dit zijn financiële instrumenten die in waarde stijgen als de koers van een aandeel daalt. De overweging achter het wettelijk invoeren van de meldingsplicht voor shortposities is de wens om transparant te maken of een aandeelhouder daadwerkelijk een economisch belang heeft in de vennootschap. Er kan een tegenstrijdig belang bestaan indien tegelijkertijd sprake is van aandelenbezit en het innemen van shortposities.

87. Gerding (2013) beschrijft 5 kenmerken van de 'regulatory stimulus cycle' (voorafgaand aan een crash):

- i. Het terugdraaien of schrappen van wettelijke bepalingen, regels en statuten.
- ii. Vrijstellingen en uitzonderingen die toegekend worden door toezichthouders en wetgevers.
- iii. Het versoepelen van de interpretatie van wet- en regelgeving.
- iv. Een afname van het toezicht op de naleving van wettelijke bepalingen.
- v. Het actief stimuleren van markten door overheden middels het toekennen van juridische monopolies of het verschaffen van overheidsgaranties of het ontwikkelen van een wettelijke voorkeur voor bepaalde investeringen. (Gerding 2013, p. 8-9.)

88. European Commission, *Memo – A comprehensive EU response to the financial crisis: substantial progress towards a strong financial framework for Europe and a banking union for the Eurozone*, Brussel: 2014.

89. *Stb.* 2012, 588.

De inhoud en invoering van de Wet Corporate Governance is een voorbeeld van de mogelijkheden die bestaan om normen en principes die van oorsprong in de sfeer van zelfregulering pasten om te zetten in formele wetgeving. Er zijn meerdere aspecten van het bankbedrijf na de financiële crisis scherp naar voren gekomen waarvoor gepleit zou kunnen worden dat een conversie in formele wetgeving gepast zou zijn. Enkele voorbeelden zijn materiële eisen aan lange termijn waardecreatie, het risicobeleid en de risicoappetijt en eisen die gesteld kunnen worden aan interne controle, waaronder de interne audit. Deze elementen van goed ondernemingsbestuur zijn niet ongereguleerd gebleven, zij hebben hun weg gevonden in de NCGC 2016 en Code Banken 2015. De ruimere interpretatie van de verplichte integere en beheerste bedrijfsvoering heeft geleid tot gedragstoezicht door zowel de AFM als DNB. De regulering van gedrag en cultuur bij banken is onder het bereik van DNB gebracht en hierdoor houdt de prudentiële toezichthouder nu tevens toezicht op bedrijfsaspecten die traditioneel gezien in de zelfregulerings sfeer hoorden. De keuze voor overheidsregulering en zelfregulering valt niet helder te duiden, of te herleiden tot een dogmatische of ideologische scheidslijn tussen beide regimes. Een nadere analyse van de normatieve grondslag van beide systemen is derhalve geboden.

2.2 Over recht en moraal

De regels die gelden voor banken vloeien voort uit overheidsregulering en zelfregulering en na de crisis heeft een ontwikkeling plaatsgevonden waardoor de regimes inhoudelijk overlappen.⁹⁰ Financiële (gedrags-)regulering en gedragscodes hebben niet dezelfde wettelijke status. De normen uit de gedragscodes waarin de corporate governance van banken geregeld wordt zijn niet geformuleerd door de overheid. Ook de toezichtregimes verschillen wezenlijk: De naleving van overheidsregulering vindt niet plaats door het 'pas toe of leg uit'-beginsel, zoals bij corporate governance principes wel geldt. Inmiddels kent Nederland tevens een bankierseed en bankentucht recht. Deze instrumenten van zelfregulering worden door het Ministerie van Financiën gesteund en voor de creatie en invoering van deze zelfreguleringsinstrumenten is een wettelijke basis gevonden.⁹¹ Wat het gedragstoezicht, de corporate governance code en het bankentucht recht overeenkomstig hebben is dat zij normen bevatten over wenselijk handelen door banken en bankfunctionarissen: het zijn instrumenten die een gedeeltelijk overeenkomstig moreel fundament hebben. Het gezag waarop overheidsregulering en zelfregulering beiden een beroep doen is niet gebaseerd op een democratische totstandkoming. Zelfregulering ontleent autoriteit niet aan een democratische totstandkoming, maar uit de ethische opvatting in een bepaalde sector van de maatschappij. De principes uit corporate governance codes zijn een ethische uiting. Ethiek is de filosofische en wetenschappelijke reflectie op moraal. Als zowel wettelijk gedragstoezicht en gedragscodes het gewenste gedrag normeren, dan zijn beide een morele uiting van gewenst handelen. De moraal kan

90. Over de verhouding tussen opgelegde regulering en zelfregulering zie: H. van Luijk & A. Schilder, *Patronen van verantwoordelijkheid: Ethiek en corporate governance*, Schoonhoven: Academic Services 1997, p. 85-88.

91. Regeling van de Minister van Financiën van 17 december 2012: FM/2012/1923 M (Regeling eed of belofte financiële sector), Kamerbrief van de Minister van Financiën van 27 maart 2015: FM/FM/2015/453 M (Kamerbrief over tucht recht banken).

gezien worden als het geheel van geldende opvattingen, gewoonten, regels, gebruiken op grond waarvan het gedrag van mensen en handelingen worden aangemerkt als goed of slecht, juist of incorrect, verantwoord of onverantwoord. De moraal kan gezien worden als het geheel aan normen en waarden die in een maatschappij gelden. Normen zijn concrete gedragsregels of handelingsvoorschriften die aangeven wat wij in een bepaalde situatie behoren te doen of na te laten. Bolt (2003) stelt:

‘Normen zijn aanwijzingen en criteria voor ons handelen. Ze drukken meestal plichten uit; handelingen die je moet verrichten of die je juist moet nalaten. Vaak zijn ze in negatieve zin, als een verbod geformuleerd.’⁹²

Waarden liggen ten grondslag aan normen, ze drukken bepaalde eigenschappen uit, zoals eerlijkheid, betrouwbaarheid, verantwoordelijkheid en vriendschap. Normen worden ingezet om bepaalde waarden in de praktijk te brengen.⁹³ De wetenschappelijke discussie over de verhouding tussen recht en moraal is breed en kan betrekking hebben op rechtspraak, wetgeving, rechtsvinding en geldigheid van wetten.⁹⁴ Een uitgebreide rechtsfilosofische bespreking van de verhouding tussen het recht en moraal ligt buiten het bereik van dit onderzoek. Ten aanzien van de geldigheid van zelfregulering en de wijze waarop zelfregulering en overheidsregulering zich tot elkaar verhouden is een nader onderzoek naar de overeenkomstige grondslagen noodzakelijk. Eens te meer omdat het financiële toezichtrecht en zelfreguleringsinstrumenten in toenemende mate dezelfde normen beogen te reguleren.

De Wetenschappelijk Raad voor het Regeringsbeleid bracht in 2003 een rapport uit, getiteld ‘Waarden, normen en de last van gedrag’. In dit rapport wordt een onderscheid gemaakt tussen juridische, morele en sociale normen:

- Morele normen geven een beoordeling van gedrag in termen van goed en kwaad;
- Juridische normen geven beoordelingen van gedrag in termen van legaal of niet legaal, juridisch geoorloofd of niet geoorloofd;
- Sociale normen beoordelen gedrag in termen van gepast en ongepast.⁹⁵

Karssing (2006) stelt dat dit onderzoek problematisch is omdat een bepaalde norm tegelijkertijd een morele, juridische en sociale norm kan zijn. Karssing vermeldt ook dat sociale normen vaak ook wettelijke en morele normen zijn, of dit later worden, zoals de handel met voorkennis.⁹⁶ Een uitgangspunt van dit proefschrift is dat het recht een normatieve wetenschap is en dat wetgeving een instrument is

92. L.L.E. Bolt, ‘Moraal en ethiek: verwachtingen en verantwoording’, in: L.L.E. Bolt, M.F. Verweij & J.J.M. van Delden (red.), *Ethiek in praktijk*, Assen: Van Gorcum 2003, p. 12.

93. Idem, p. 13.

94. Zie: C.W. Maris & F.C.L.M. Jacobs (red.), *Rechtsvinding en de grondslagen van het recht*, Assen: Van Gorcum 2003, p. 39 e.v.

95. Wetenschappelijke Raad voor het Regeringsbeleid, *Waarden, normen en de last van gedrag*, Den Haag: 2003, p. 60-61, zie ook: E.D. Karssing, *Integriteit in de beroepspraktijk*, Assen: Van Gorcum 2006, p. 31.

96. Karssing 2006, p. 31.

om normatieve doelen te bewerkstelligen.⁹⁷ Het recht verschilt echter van moraliteit, hoewel sprake is van een directe relatie. Het fundament van de normativiteit van het recht is geen algemeen abstract moreel of rationeel gegeven, maar kan gevonden worden binnen de grenzen van de juridische wetenschap. In de rechtsfilosofie is globaal gezien sprake van twee scholen: de natuurrechtsleer en het rechtspositivisme. Vanuit het natuurrecht denkend worden de normen die gestalte krijgen in rechtsregels gevonden buiten het rechtssysteem: de ratio of rede, religieuze bronnen of de natuur als bron van normen. De rechtspositivistische benadering in strikte zin erkent geen normatief kader buiten het recht; de oorsprong en geldigheid van juridische normen is gebaseerd op het bevoegde gezag dat via een formele wettelijke procedure regels uitvaardigt. Een rechtspositivistische benadering van zelfregulering is problematisch, omdat deze normen niet uitgevaardigd zijn door het bevoegde overheidsgezag. Tegelijkertijd kunnen principes uit gedragscodes op een later tijdstip getransformeerd worden in wetgeving. De principes uit de eerste Code Banken, uitgevaardigd in 2010 zijn in de daaropvolgende jaren in formele wetgeving omgezet. Op internationaal niveau is een vergelijkbare ontwikkeling zichtbaar in het financieel toezichtrecht. De kapitaal- en liquiditeitseisen uit het derde Bazel akkoord zijn geïmplementeerd in het CRV IV-pakket, dat deels het juridische fundament vormt van de Europese Bankenunie. De materiële normen uit de eerste Code Banken en Bazel III zijn niet uitgevaardigd door een formele wetgever en ook niet via een democratisch controleerbare wetgevingsprocedure. Er is sprake van een transformatie van zelfregulering in overheidsregulering. De aard van de normen in zelfreguleringsinstrumenten zoals akkoorden en gedragscodes is in eerste instantie moreel, niet juridisch. De verhouding tussen moraal en recht is niet eenvoudig te duiden, maar een diepere kennis van de morele grondslag van overheidsregulering en zelfregulering is onontbeerlijk om de huidige ontwikkelingen in financieel toezicht te kunnen duiden. Gedragstoezicht heeft betrekking op integriteit, betrouwbaarheid en geschiktheid. Dit zijn juridisch gezien lastige begrippen die een duidelijk moreel karakter hebben.

Een bepalende invloed op het discours over de normativiteit van het recht heeft de theorie van Kelsen. Volgens Kelsen ontleent een juridische norm zijn juridisch-normatieve betekenis aan een andere norm.⁹⁸ De legitimiteit van een regel kan slechts gebaseerd zijn op de legitimiteit van de regel waarop deze gebaseerd is. Deze keten belandt uiteindelijk op een eindpunt, meestal een Grondwet. De norm waarop deze laatste wettelijke norm gebaseerd is wordt door Kelsen de grondnorm genoemd. Kelsens pure theorie over het recht kent drie elementen: i) het funderen van een niet-reductieve uitleg van juridische validiteit, ii) het funderen van een niet-reductieve verklaring voor de normativiteit van het recht, iii) een uitleg geven aan het systematische karakter van het recht. Kelsen is een rechtspositivist en wijst een normatieve beoordeling van het recht af, hij meent dat normen en feiten en ook moraal en recht van elkaar gescheiden dienen te worden.⁹⁹

97. Zie ook: J.A.I. Wendt, *De methode der rechtswetenschap vanuit kritisch-rationaal perspectief*, Zutphen: Uitgeverij Paris 2008, p. 117; F. van Dun, *Het fundamenteel rechtsbeginsel: een essay over de grondslagen van het recht*, Antwerpen: Rothbard Instituut 2008, p. 20; W.G. van der Velden, *De ontwikkeling van de wetgevingswetenschap: een rechtstheoretisch onderzoek*, Lelystad: Koninklijke Vermande 1988, p. 21.

98. H. Kelsen, *Pure theory of law*, Berkley: University of California Press 1976.

99. Idem, p. 20.

Het rechtspositivisme kent twee varianten: het normatief rechtspositivisme en het beschrijvend rechtspositivisme.¹⁰⁰ Het normatief rechtspositivisme heeft als uitgangspunt dat wetten dienen te worden opgevolgd en door de rechter te worden toegepast omdat het recht is. Dit betekent dat ze ook toegepast dienen te worden als ze onrechtvaardig zijn. Vanuit het normatieve rechtspositivisme wordt geloofd in een strikte scheiding tussen recht en moraal. Het normatieve rechtspositivisme kent als bekendste vertegenwoordiger Radbruch. Zijn theorie betreft het uitgangspunt dat de rechter positieve wetten moet toepassen op basis van het beginsel van rechtszekerheid. Na de Tweede Wereldoorlog, met zijn gruwelijkheden en daarmee samenhangende ingewikkelde juridische vraagstukken, bekeerde Radbruch zich tot een vorm van natuurrecht denken. Becker et al. (2007) stellen over de conversie van Radbruch:

‘Na de Tweede Wereldoorlog verbond hij aan zijn theorie de conclusie dat een rechtssysteem dat niet gericht is op het verwezenlijken van rechtvaardigheid (zoals het nazi-recht), de naam recht niet verdient. Hierdoor wordt ook Radbruch meestal gezien als modern natuurrechtdenker.’¹⁰¹

De zogeheten Radbruch-formule stelt dat:

‘In de regel geldt het positieve (afgekondigde) recht altijd, zelfs als het een onrechtvaardige inhoud heeft, tenzij de kloof tussen gerechtigheid en rechtszekerheid onverdraaglijk groot wordt, dan moet de rechtszekerheid wijken voor de gerechtigheid.’¹⁰²

Het beschrijvend rechtspositivisme, met als prominente vertegenwoordigers Austin en Hart, ziet rechtswetenschap als een waardevrije wetenschappelijke discipline, onafhankelijk van een morele discussie over hoe het recht moet zijn en over hoe de naleving dient te functioneren. In de theorie van Austin (1832) wordt het recht op een eenvoudige wijze gedefinieerd, namelijk als de gedragsvoorschriften van de hoogste machthebber — de soevereine staat — die dit gedrag indien nodig met sancties afdwingt.¹⁰³ De regels zijn gericht op het bewerkstelligen van een bepaald wenselijk gedrag door de normadressanten. In dit opzicht vertoont het overeenkomsten met etiquette en moraal. Het verschil heeft te maken met het gegeven dat het recht uitgevaardigd wordt door de soevereine overheid en de functie heeft om het maatschappelijk verkeer te ordenen.¹⁰⁴ Recht in de visie van Austin kon ook onrechtvaardig recht zijn, zolang de soeverein deze maar weet af te dwingen. Austin

100. C.W. Maris & F.C.L.M. Jacobs 2003, p. 75.

101. M. Becker, B. van Stokkum, P. van Tongeren & J.P. Wils, *Lexicon van de ethiek*, Assen: Van Gorcum 2007, p. 280.

102. C.W. Maris & F.C.L.M. Jacobs 2003, p. 76; P. Westerman, *Rechtsfilosofie, inleiding*, Assen: Van Gorcum 1989, p. 202.

103. J. Austin, *The province of jurisprudence determined*, London: John Murray 1832; W. Maris & F.C.L.M. Jacobs (red.), *Rechtsvinding en de grondslagen van het recht*, Assen: Van Gorcum 2003, p. 17.

104. Idem, p. 17.

ontkent niet dat een morele waardering van het recht mogelijk is, alleen erkent hij dit niet als een onderdeel van het positieve recht.¹⁰⁵

De theorie van Hart is meer genuanceerd ten opzichte van Austin. Hart (1961) baseert de geldigheid van recht niet alleen op de macht van de uitgevende instantie, maar tevens op de juridische bevoegdheid van deze instantie.¹⁰⁶ Hart stelt dat recht meer behelst dan het gehoorzamen van een soevereine overheid, onder sanctiedwang, en de vorming van gewoonte.¹⁰⁷ Er dient naast externe dwang ook sprake te zijn van innerlijke aanvaarding van een richtlijn onder (minstens) een deel van de rechtssubjecten. Dit geldt in het bijzonder voor de gezagsdragers zelf. Hart vervangt het 'bevel' van Austin door het concept 'regel'.¹⁰⁸ Hij stelt dat gewoonte in wezen een uiterlijk waarneembare regelmaat betreft en geen begrip is waarop recht gebaseerd kan worden. Het door Hart gehanteerde begrip 'regel' houdt in dat er onder de rechtssubjecten sprake is van een bewustzijn dat gedrag op deze wijze dient te geschieden. Hart heeft meer aandacht voor het normatieve en interne aspect van het recht dan Austin.¹⁰⁹ Ten aanzien van de sanctiemacht van de overheid stelt Hart dat deze bevoegdheid wordt ontleend aan de rechtsnormen die haar juridische bevoegdheid regelen en niet louter macht en gewoonte zijn.¹¹⁰ Het recht kent een hiërarchische structuur met in wezen twee soorten regels: primaire en secundaire regels.¹¹¹ Volgens de theorie van Hart kennen alle positieve rechtsstelsels een minimum natuurrecht.¹¹² Dit zijn fundamentele waarden die noodzakelijk zijn voor een samenlevings- en rechtsorde. Als voorbeeld kan genoemd worden een geweldsverbod, recht op lichamelijke integriteit, recht op eigendom, regels tot het nakomen van overeenkomsten en regels ter afdwinging van conform gedrag.¹¹³ Net als Austin en Kelsen verwerpt Hart de idee dat er een direct verband bestaat tussen recht en moraal, echter hij erkent wel dat alle rechtsstelsels minimale normen bevatten die hun oorsprong buiten het recht vinden.¹¹⁴ Zoals Hart (1961) stelt over de subtiële verhouding tussen recht en moraal:

'From this point the argument is a simple one. Reflection on some very obvious generalizations-indeed truisms-concerning human nature and the world in which men live, show that as long as these hold good, there are certain rules of conduct which any social organization must contain if it is to be viable. Such rules do in fact constitute a common element in the law and conventional morality of all societies which have progressed to the point where these are distinguished as different forms of social control. With them are found, both in law and morals, much that is peculiar to a particular society and much that may seem arbitrary or a mere

105. Idem, p. 17.

106. H.L.A. Hart, *The concept of law* (second edition), Oxford: Clarendon Press 1994 (voor het eerst gepubliceerd in 1961).

107. Idem, p. 50.

108. Idem, p. 54.

109. Idem, p. 56 en 117.

110. Idem, p. 199.

111. Idem, p. 206.

112. Idem, p. 193-200.

113. Idem, p. 7.

114. Idem, p. 156.

matter of choice. Such universally recognized principles of conduct which have a basis in elementary truths concerning human beings, their natural environment, and aims, may be considered the minimum content of Natural Law, in contrast with the more grandiose and more challengeable constructions which have often been proffered under that name.¹¹⁵

In 1958 vond een bekend debat plaats in de Harvard Law Review tussen Hart en Fuller over de moraliteit van het recht.¹¹⁶ In dit debat was een duidelijke scheiding tussen de positivistische en naturalistische benadering van het recht zichtbaar. Het debat ging over de interne aspecten van regels en over de innerlijke moraliteit van wetten. Hart beargumenteerde de scheiding van recht en moraal, terwijl Fuller stelde dat moraal de oorsprong is van de bindende kracht van wetgeving. Volgens Fuller is het recht een methode om sociale orde te bereiken door het geleiden van menselijk handelen volgens bepaalde regels. Morele normen zijn in juridische procedures ingebouwd, er bestaan procedurele principes, maar deze zijn niet slechts procedureel, zij hebben ook een moreel aspect. Er bestaat volgens Fuller geen scherp onderscheid tussen recht en moraal. Een wet dient een morele toets te kunnen doorstaan om aangemerkt te kunnen worden als recht in de pure zin. Dit betreft een functionele test: de toepassing van regels dient de morele test te doorstaan, anders kan zij niet als recht beschouwd worden. Fuller heeft acht principes van legaliteit ontwikkeld, de mate waarin een systeem deze kenmerken heeft bepaald, de mate waarin het als een rechtssysteem aangemerkt kan worden: i) wetten dienen algemeen te zijn, ii) ze dienen afgekondigd te zijn op een wijze dat burgers zich bewust zijn van de standaarden die voor hen gelden, iii) het maken en toepassen van wetten met terugwerkende kracht dient vermeden te worden, iv) wetten dienen begrijpelijk te zijn, v) ze dienen niet tegenstrijdig te zijn, vi) wetten moeten geen handelen vereisen dat buiten de mogelijkheden van betrokkenen ligt, vii) ze dienen relatief constant te blijven, viii) er dient overeenstemming te zijn tussen de wetten zoals verkondigd en de uitvoering ervan.¹¹⁷ Fuller stelt niet dat de aanwezigheid van deze principes per definitie betekent dat een regime ideaal is, maar dat de procedures die zijn neergelegd in een juridisch systeem een moreel belang vertegenwoordigen en bepalen of een verzameling regels aangemerkt kan worden als een juridisch systeem.

Dworkin is de vormgever van een theorie die eveneens correcties aanbrengt op de rechtspositivistische theorie van Hart. Deze tegenstelling heeft vorm gekregen in het 'Hart-Dworkin debat'.¹¹⁸ Dworkin erkent wel een noodzakelijk verband tussen recht en moraal, zonder hierbij terug te vallen op traditionele natuurrechtelijke metafysica. Zijn standpunt is dat het onmogelijk is om in de praktijk van het positieve recht een strikt onderscheid te maken tussen recht en moraal, omdat morele overwegingen een onvermijdelijke rol spelen, onder meer bij het interpreteren van

115. Idem, p. 192.

116. H.L.A. Hart, 'Positivism and the separation of law and morals', *Harvard Law Review* 593, 1958; L.L. Fuller, 'Positivism and fidelity of law — a reply to Professor Hart, the morality of law', *Harvard Law Review* 630, 1958.

117. L.L. Fuller, *The morality of law (revised edition)*, New Haven: Yale University Press 1964.

118. S.J. Shapiro, 'The "Hart-Dworkin" Debate: a short guide for the perplexed', SSRN 2007.

rechtsregels.¹¹⁹ De kritiek die Dworkin heeft op traditionele rechtspositivisten is dat zij geen verklaring kunnen geven voor rechtsbeginselen.¹²⁰ Moderne rechtspositivisten erkennen dat het recht uit meer aspecten bestaat dan alleen wetten. Rechters moeten wetten interpreteren en aanvullen in situaties waarin de wetgever niet heeft voorzien.¹²¹ Dworkin en de rechtspositivisten verschillen van mening over de betekenis van de rechterlijke besluitvorming. Hart stelt dat een rechter met een beslissing nieuw recht creëert, op basis van een discretionaire bevoegdheid. Het uitgangspunt van deze theorie is dat er geen recht bestaat voorafgaand aan positivering. Bij het nemen van een moeilijke beslissing in een uniek geval doet een rechter niet aan rechtsvinding, maar aan rechtsschepping.¹²² Dworkin stelt hiertegenover dat een rechter bij zijn beslissing zo veel mogelijk aansluiting zoekt bij het bestaande recht en gebruik maakt van systematische interpretatie, analogie of een a-contrario redenering. Een rechter oordeelt niet vanuit eigen persoonlijke rechtvaardighedsopvattingen, maar vanuit de 'geest' van de wet.¹²³ Voor Hart 'bestaat' recht slechts als het constateerbaar is in een sociale werkelijkheid, het is een sociologische kwestie. Dworkin erkent een breder bestaan van recht. Een rechtsoordeel is *waar* (in de zin van dat het bestaat), wanneer het binnen een bestaande rechtscultuur, waaronder de wetten, rechtspraak, rechtsbeginselen die daartoe behoren, beter verdedigbaar is dan tegengestelde rechtsoordelen. Interpretatie is een onvermijdelijk gegeven bij de toepassing en duiding van wat recht is.¹²⁴ Deze vorm van rechtspositivisme heet interpretivisme.¹²⁵

Het standpunt van Dworkin over de functie van het recht is dat dit in eerste instantie het reguleren van de macht van de overheid is. Overheidsmacht zou alleen gebruikt mogen worden, of achterwege worden gelaten, op basis van eerder genomen politieke beslissingen. Recht als integriteit is een filosofische benadering van het recht, uitgewerkt in *Law's Empire*, een invloedrijke tekst van Dworkin, gepubliceerd in 1986. Dworkin stelt:

'According to law as integrity, propositions of law are true if they figure in or follow from the principles of justice, fairness, and procedural due process that provide the best constructive interpretation of the community's legal practice.'¹²⁶

Recht heeft een beschrijvend karakter, maar tevens morele aspecten. De toepassing, interpretatie en duiding van recht vindt volgens Dworkin plaats bij een zo goed mogelijke interpretatie van een sociaal verschijnsel en tegelijkertijd uitwerking van zekere waarden en principes die in vroegere beslissingen zijn neergelegd. De

119. W. Maris & F.C.L.M. Jacobs 2003, p. 21.

120. R. Dworkin, *Law's Empire*, Cambridge: Harvard University Press 1986.

121. Idem, p. 226.

122. Idem, p. 115.

123. W. Maris & F.C.L.M. Jacobs 2003, p. 21. Een voorbeeld van a-contrario interpretatie is het arrest *Quint/Te Poel* over ongerechtvaardigde verrijking, HR 30 januari 1959, ECLI:NL:HR:1959:AI1600, NJ 1959/548.

124. Idem, p. 50.

125. Zie ook: D. Plunkett & T. Sundell, 'Dworkin's interpretivism and the pragmatics of legal disputes', *Legal theory*, Cambridge: Cambridge University Press 2014, p. 242-281.

126. Dworkin 1986, p. 225. Zie ook W. Maris & F.C.L.M. Jacobs 2003, p. 184.

toepassing van recht vindt daarmee plaats in twee dimensies, namelijk 'fit en justification' (passend en rechtvaardiging).¹²⁷

Later zou Dworkin (2011) een definitieve en herziene beschouwing van recht en moraal formuleren.¹²⁸ Hij onderstreept dat de relatie tussen recht en moraal al eeuwen het centrale vraagstuk vormt voor rechtsfilosofen. Recht en moraal beschrijven beide een verzameling normen, die verschillen zijn echter diepgaand en belangrijk. Het recht behoort tot een bepaalde gemeenschap, moraliteit niet, deze bestaat uit normen die voor eenieder gelden. Het recht wordt door mensen gemaakt door middel van verschillende procedures, beslissingen en gebruiken. Moraliteit is niet door mensen gemaakt en is niet afhankelijk van enig menselijk handelen of gebruik. Dworkin stelt dat het verband tussen recht en moraal aan een kant eenvoudig is: als een gemeenschap bepaalt welke rechtsnormen dienen te gelden, dan dient dit geleid en beperkt te zijn door moraliteit. Men zou niet opzettelijk immoreel recht moeten willen maken. De tweede vraag is meer ingewikkeld en heeft te maken met de vraag in hoeverre het recht bepaalt hoever onze morele verplichtingen en verantwoordelijkheden reiken. Bestaat er een morele verantwoordelijkheid om in iedere situatie het recht na te leven? Kan een immorele regel onderdeel uitmaken van het recht? In hoeverre zijn de juridische rechten en plichten gebaseerd op wat moraliteit vereist?¹²⁹

Dworkin behandelt deze vragen vanuit het gezichtspunt van het klassieke rechtspositivisme en het interpretivisme. Hij herhaalt in wezen de beschouwing die hij eerder in zijn loopbaan gaf: rechtspositivisme ziet recht en moraal als twee gescheiden systemen. Als het recht volgens een formele wetgevingsprocedure tot stand is gekomen en rechters accepteren de wetgever als autoriteit, dan is in beginsel ook onrechtvaardig recht daadwerkelijk recht. Het interpretivisme ontkent dat recht en moraal twee gescheiden systemen zijn en stelt dat het recht niet alleen bestaat uit regels die volgens de gewoonte van een bepaalde gemeenschap tot stand zijn gekomen, maar dat ook de beginselen, die de beste morele rechtvaardiging voor deze regels bieden, tot het recht behoren.¹³⁰ Het interpretivisme beschouwt de regels die voortvloeien uit de beginselen ook als recht, zelfs als deze niet formeel uitgevaardigd zijn. Het concept recht wordt gezien als een interpretatief concept. Recht en moraal maken beide onderdeel uit van dit concept. Om precies te zijn: in de verfijning van zijn benadering beschouwt Dworkin recht als onderdeel van een politieke moraliteit. In zijn boek schetst Dworkin een ontwikkeling waarin persoonlijke moraliteit voortvloeit uit persoonlijke ethische opvattingen en hoe politieke moraliteit voortvloeit uit persoonlijke moraliteit.¹³¹ Hij stelt vast dat recht en politiek onderdeel uitmaken van hetzelfde systeem: juridische rechten zijn politieke rechten, echter een bijzondere variant, want deze zijn afdwingbaar door bestuurlijke handelingen en overheidsdwang zonder aanvullende wetgevende handelingen.¹³²

127. Idem, p. 255.

128. R. Dworkin, *Justice for hedgehogs*, Cambridge: Harvard University Press 2011, p. 400.

129. Idem, p. 413.

130. Idem, p. 402.

131. Dworkin verwijst naar de theorie van Hart: het bestaan van primaire en secundaire regels. Middels secundaire regels worden wetgevende en bestuurlijke bevoegdheden en jurisdictie gecreëerd.

132. Idem, p. 405-406.

De invloedrijke natuurrechtdenker Habermas gaat uit van het principe dat het mogelijk is om een morele theorie te formuleren die voor alle mensen geldt.¹³³ Het is mogelijk om vanuit een intern standpunt een universeel natuurrecht te formuleren dat recht doet aan essentiële overeenkomstige eigenschappen van mensen, zoals zelfbehoud, cultuur en communicatie met anderen.¹³⁴ Voor Habermas kan een mens zich pas volledig ontplooien in een samenleving waarin iedereen op gelijke voet kan discussiëren over de juiste staatsinrichting. Deze morele theorie wordt discoursesethiek genoemd en is gebaseerd op de idee dat de geldigheid van normen gebaseerd is op de argumentatieve consensus waarmee deze tot stand is gekomen. Het universele karakter van normen vloeit voort uit structuren die eigen zijn aan de taal.¹³⁵ Het is een functie van het recht om deze gelijke voorwaarden te scheppen. De moraalfilosofie van Habermas heeft hij uitgewerkt tot een moderne natuurrechtsleer, waarin hij argumenteert dat het recht een inherente morele strekking heeft. Het recht wil maatschappelijke misstanden oplossen door middel van een onpartijdige procedure. De besluiten die genomen worden moeten voor iedereen aanvaardbaar en rechtvaardig zijn. Habermas beschrijft dit als universaliseerbaar; wat voor een persoon geldt moet voor eenieder in dezelfde positie gelden. Voor Habermas vallen recht en moraal niet volledig samen. Het gepositieerde geïnstitutionaliseerde karakter van het recht moet leiden tot een doelmatig functionerende maatschappij. Het recht is gebaseerd op het positieve recht waarin regels al vastliggen. Omdat het recht niet perfect en volledig onpartijdig is, speelt de moraal een belangrijke rol. Zij biedt een grondslag voor kritische beschouwingen van het positieve recht, als het ware een maatstaf. Verder doorgevoerd, is Habermas van mening dat het bij zeer onrechtvaardig recht gerechtvaardigd is voor burgers om in opstand te komen en de wetten te trotseren.¹³⁶ De verhouding tussen recht en moraal valt niet strikt te duiden, omdat vanuit verschillende invalshoeken anders over deze relatie wordt gedacht. Juridische normen en morele normen kunnen overlappen (zoals in het strafrecht), maar een overlap is geen vast gegeven. Principes en normen die voortvloeien uit zelfregulering gelden niet strikt als juridische normen. Ze zijn immers niet uitgevaardigd door de democratisch gekozen wetgever. Echter naar de aard en werking vertonen zelfreguleringsinstrumenten overeenkomsten met wetgeving, om deze reden worden ze vaak aangeduid als soft law (uitvoerig besproken in paragraaf 5.1). De woordkeuze en principes in gedragscodes zijn moreel gezien meer uitgesproken in vergelijking met wet- en regelgeving. In het financiële toezichtrecht is sprake van een divergentie tussen wetgeving en zelfregulering wat de vraag oproept wat de juridische en morele verhouding is tussen deze reguleringssystemen.

133. J. Habermas, *Moral consciousness and communicative action*, Cambridge: MIT Press 1983, p. 36.

134. C.W. Maris & F.C.L.M. Jacobs 2003, p. 31.

135. Habermas 1983, p. 57 e.v.

136. Idem, p. 32; J. Habermas, *Autonomy and solidarity: interviews with Jurgen Habermas*, London: Verso 1986, p. 223 e.v.

2.3 De verhouding tussen zelfregulering en recht

Zelfregulering is een alternatief voor overheidsregulering en wordt vormgegeven door een beroepsgroep of sector zelf. Geelhoed (1993) heeft de volgende beschrijving geformuleerd:

‘Zelfregulering is een vorm van bindende normstelling door een representatief kader uit de groep van belanghebbenden (...) Deze vorm van regelgeving onderscheidt zich – in zijn zuivere vorm – van wetgeving, doordat de normen privaatrechtelijk zijn.’¹³⁷

Zelfregulering staat op gespannen voet met het pure rechtspositivisme, omdat de oorsprong van de normen en regels niet te herleiden is tot de formele wetgever. Het systeem van Hart, dat recht bestaat uit primaire en secundaire regels is mogelijk van toepassing op zelfregulering. In zijn invloedrijke werk, ‘The concept of law’ uit 1961, stelt Hart:

‘In any large group general rules, standards and principles must be the main instrument of social control, and not particular directions given to each individual separately. If it were not possible to communicate general standards of conduct, which multitudes of individuals could understand, without further direction, as requiring from them certain conduct when occasion arose, nothing that we now recognize as law could exist.’¹³⁸

De regels die neergelegd zijn in gedragscodes of leidraden voor een bepaalde branche of beroepsgroep kunnen gezien worden als ‘primaire’ regels. Ze passen daarmee in het systeem van Hart.¹³⁹ Volgens hem zijn gemeenschappen waarbinnen alleen primaire (materieel-inhoudelijke) regels bestaan ‘simpele’ gemeenschappen, met elementair recht. Het bestaan van secundaire (procedurele) regels is voor Hart een voorwaarde om te kunnen spreken van een rechtssysteem. Te denken valt aan regels die bepalen wie in welke mate gebonden is aan de regels, hoe procedures verlopen en in welke mate gemaakte afspraken rechtsvormend zijn en afspraken betreffende toezicht en sancties en het rechtsprekend orgaan.¹⁴⁰ Privaatrechtelijke reguleringsinstrumenten bevatten volgens Giesen (2007) echter vaak weinig regels die de samenhang tussen de primaire regels bewaken, oftewel bevoegdheidsregels. Wanneer sprake is van een geschillenbeslechtscommissie, zoals de Reclame Code Commissie, of het Klachteninstituut Financiële Dienstverlening, dan zijn er in ieder geval secundaire regels aanwezig.¹⁴¹ In de wetenschap wordt zelfregulering vaak vanuit een bepaald perspectief bestudeerd. Griffiths (2004) stelt hierover dat zelfregulering

137. L.A. Geelhoed, ‘Deregulering, herregulering en zelfregulering’, in: Eijlander et al. (red.), *Overheid en zelfregulering*, Zwolle: W.E.J. Tjeenk Willink 1993, p. 49; zie ook: H.K. Lindahl, ‘Zelfregulering: rechtsvorming, democratie en reflexieve identiteit’, in: *RMThemis* 2006-2, p. 40.

138. Hart 1961, p. 121.

139. I. Giesen, *Alternatieve regelgeving en privaatrecht*, Deventer: Kluwer 2007, p. 131. In een systeem van zelfregulering is het mogelijk dat als de betreffende groep groot genoeg is dat de ‘secundaire regels’ gevormd kunnen worden, die bepalen wie regels mag opstellen en mag veranderen en hoe taken verdeeld dienen te worden en conflicten dienen te worden opgelost.

140. Idem, p. 139.

141. Idem, p. 131.

vaak bestudeerd wordt vanuit een reguleringsterrein (medische beroepsgroep, of corporate governance van beursgenoteerde bedrijven), een gezichtspunt (normatief/juridisch, of empirisch), of dat er sprake is van een benaderingswijze (top-down, of bottom-up).¹⁴² Over het begrip ‘zelfregulering’ stelt hij:

‘Het bezit een (zelden geëxpliciteerde) gemeenschappelijke kern waarop men elkaar kan vinden. “Zelfregulering” slaat op het aan banden leggen van gedrag: het voortbrengen en handhaven van gedragsregels. “Zelf” slaat op het “zelf/ander” onderscheid: de “zelf” zijn die zijn eigen intern gedrag reguleert wordt onderscheiden van de “ander” die eventueel dezelfde gedraging zou willen reguleren.’¹⁴³

De verschillende onderzoeksbenaderingen van zelfregulering kunnen zich, volgens Griffiths, richten op verschillende vragen: a) een normatieve vraag (is het goed?), b) een juridische vraag (is het recht?), c) een instrumentele vraag (is het doeltreffend?), of d) een theoretisch-empirische vraag (hoe werkt het en waarom?). Een onderzoek naar zelfregulering kan vanuit een ‘top-down’-benadering plaatsvinden, waarbij gekeken wordt naar ‘anderen’, zoals de overheid en het recht of anderen zoals een directie in relatie tot artsen in een ziekenhuis. Een ander vertrekpunt is bottom-up, waarbij de zelfregulering tot stand is gekomen vanuit de groep of organisatie zelf.¹⁴⁴

Witteveen (2015) stelt dat voor een werkbaar bestuurlijk systeem reciprociteit (wederzijds met elkaar rekening houden) een vereiste is. Witteveen geeft aan:

‘Maatschappelijke vrijheid kan dan goed samengaan met doelgericht en doelmatig democratisch bestuur, maar dan moeten overheid en burgers wel weten wat ze aan elkaar hebben. Er is een impliciet sociaal contract nodig, dat voortdurend in de steigers staat zolang het publieke debat duurt waarop de wetten en regels terug te voeren zijn.’¹⁴⁵

Witteveen verwijst naar Fuller, die over de vereiste reciprociteit stelt dat de overheid aan burgers moet laten weten wat de regels zijn en dat deze daadwerkelijk worden gehandhaafd en dat dit beginsel betekent dat de overheid zelf ook aan de regels gebonden is. Bij zelfregulering is er sprake van een vorm van autonomie, de mogelijkheid om zichzelf de wet te stellen en om op te treden als zelfwetgever.¹⁴⁶ Witteveen concludeert dat regulering en zelfregulering beide afhankelijk zijn van een impliciet sociaal contract dat onderlinge verwachtingen regelt. Over de relatie tussen overheidsregulering en zelfregulering stelt Witteveen dat sprake is van een paradox: er is in de praktijk geen scherpe scheidslijn te trekken tussen staat en

142. J. Griffiths, ‘Nabeschuwing: waarom is “zelfregulering” interessant?’, in: H. Weyers & J. Stamhuis (red.), *Zelfregulering*, Den Haag: Reed Business Information 2004, p. 215.

143. Idem, p. 215.

144. Idem, p. 216.

145. W. Witteveen, *De wet als kunstwerk, een andere filosofie van het recht*, Den Haag: Boom Juridische uitgevers 2015, p. 339.

146. Idem, p. 340.

markt, het zijn geen op zich staande mechanismen waarbij de een de ander uitsluit. Witteveen haalt Fuller aan die stelt dat:

‘Elke vorm van machtsuitoefening, of we die nu als formeel of feitelijk opvatten is afhankelijk van een impliciete constitutie die er grenzen aan stelt.’¹⁴⁷

Witteveen geeft gestalte aan de paradox door uit te leggen dat:

‘Doelgerichte regulering is een voorwaarde voor waarde geladen zelfregulering. Autonome zelfregulering maakt effectieve regulering pas mogelijk. We naderen een paradox.’¹⁴⁸

De paradox die Witteveen beschrijft ontstaat omdat men de werking van wetgeving tegelijkertijd ‘top-down’ als ‘bottom-up’ wil bekijken, regulering is afhankelijk van zelfregulering, of zelfregulering is afhankelijk van regulering, door Witteveen genoemd de ‘gereguleerde zelfregulering’.¹⁴⁹ De reciprociteit tussen de overheid en maatschappelijke partijen komt op de volgende wijze tot uiting:

‘Eerst moet binnen de “doelgroep” in grote lijnen de redelijkheid van de op te leggen normen en maatregelen vaststaan, dan pas ontstaat ruimte om in de schaduw van die overeenkomst blijvend en verdergaand de samenleving te beïnvloeden.’¹⁵⁰

Witteveen sluit zijn betoog af met:

‘Eerst wijze machtsbeperking instellen en zelfregulering toelaten, dan pas komen aanzetten met wettelijke maatregelen die aansluiten bij een bereidheid tot redelijke normnaleving, oftewel: door zelfregulering ge-coördineerde wetgeving.’¹⁵¹

In het Nederlandse financiële toezichtrecht is een ontwikkeling gaande die voldoet aan de formulering van Witteveen. De Code Banken 2010 bevat principes en normen die door de bankensector zelf zijn geformuleerd. Deze normen zijn in de daaropvolgende jaren omgezet in formele wet- en regelgeving. De naleving van de Code Banken was vanaf het begin goed, derhalve valt te veronderstellen dat de naleving van deze (inmiddels wettelijke) normen ook goed zal zijn. Ten aanzien van steun en draagvlak vanuit de bankensector zelf voor de normen uit de Code Banken kan gesteld worden dat er geen dilemma’s zijn bij de transformatie in wettelijke regels. Echter dit zegt niets over de materiële geschiktheid van normen uit zelfreguleringsinstrumenten voor conversie in formele wetgeving. De geschiktheid van deze norm als wettelijke regel zal mede afhankelijk zijn van de kenbaarheid, helderheid, na-

147. Idem, p. 340.

148. Idem, p. 341.

149. Idem, p. 342.

150. Idem, p. 347.

151. Idem, p. 341.

leefbaarheid en handhaafbaarheid. De eisen van legaliteit gelden niet voor zelfregulering, maar wel voor overheidsregulering.

Baarsma (2010) formuleert zelfregulering als volgt:

‘Zelfregulering houdt in dat maatschappelijke partijen in bepaalde mate zelfverantwoordelijkheid nemen voor het opstellen en/of uitvoeren of handhaven van regels, indien nodig binnen een wettelijk kader.’¹⁵²

Overheidsregulering en wetgeving kunnen gezien worden als de logische tegenhanger van zelfregulering. Een tussenvorm bestaat wanneer de overheid een doel stelt en zelfregulering aanwijst als het instrument om dit doel te verwezenlijken. Dit wordt door Baarsma et al. (2003) ‘wettelijke geconditioneerde zelfregulering’ genoemd.¹⁵³ Wetgeving en zelfregulering sluiten elkaar niet uit, wanneer sprake is van geconditioneerde zelfregulering. In het geval van pure zelfregulering is dit wel het geval omdat deze variant geen vervanging is voor overheidsregulering. Baarsma heeft een overzicht van vijf verschillende clusters zelfreguleringsinstrumenten geformuleerd: 1) informerende instrumenten die dienen om informatieproblemen op te heffen tussen een aanbieder en een gebruiker, 2) gedraggerichte instrumenten, die geschikt zijn om bijvoorbeeld imago problemen, informatie-asymmetrie of problemen met betrekking tot het milieu te reguleren, 3) techniekgerichte instrumenten die geschikt zijn om in technische sectoren te worden gebruikt voor het compatibel maken van producten en diensten, 4) contractuele instrumenten die ingezet worden om te kunnen komen tot een verlaging van transactiekosten in de contractuele fase (de voorwaarden van de afspraak), 5) geschilbeslechtende instrumenten die kunnen leiden tot een verlaging van de transactiekosten in de post-contractuele fase. Deze instrumenten kunnen worden gehanteerd tussen twee zakelijke partners, maar ook tussen een professionele aanbieder en een consument.

Deze instrumenten dienen altijd ter aanvulling op overheidsregulering, voornamelijk rechtspraak. Geschilbeslechtende instrumenten kunnen een handhavingsfunctie vervullen bij zelfreguleringsafspraken.¹⁵⁴ De belangrijkste drijfveer voor een sector om zelfregulering in te voeren is eigenbelang, dit kan zijn het verbeteren van het imago van de sector, of het voorkomen of uitstellen van overheidsregulering.¹⁵⁵ De keuze voor wetgeving of (geconditioneerde) zelfregulering hangt vaak samen met het startpunt van een beleidsanalyse, het startpunt is overheidsingrijpen en niet de markt zelf. Ondanks dat met wetgeving en zelfregulering dezelfde doelen worden nagestreefd wordt door de overheid, aldus Baarsma, onvoldoende de

152. B.E. Baarsma, ‘Afwegingskader bij het gebruik van zelfreguleringsinstrumenten’, *Tijdschrift voor toezicht* 2010-3, p. 8.

153. Idem, p. 9.

154. Idem, p. 9-10, Baarsma (2003) heeft het volgende cluster ontwikkeld om de verschillende instrumenten te kwalificeren: informerende instrumenten (keurmerk, certificering, erkenningsregel, ketengarantiestelsel, visitatie), gedraggerichte instrumenten (gedragscode, reclamecode, protocol, herenakkoord, convenant, kartel), techniekgerichte instrumenten (normalisatie, Nederlandse Technische Afspraak (NTA), regulering door techniek), contractuele instrumenten (Overleg over algemene voorwaarden, standaardregelingen), geschilbeslechtende instrumenten (arbitrage, bindend advies, mediation, private ombudsman, tuchtrecht), bron: B.E. Baarsma et al., *Zelf doen? Inventarisatie van de zelfreguleringsinstrumenten*, Amsterdam: SEO Economisch onderzoek 2003.

155. Baarsma 2010, p. 12.

voordelen van zelfregulering meegenomen bij de beslissing. Een combinatie van wetgeving en zelfregulering kan passend zijn in situaties waarvan de overheid en de maatschappij het belangrijk vinden dat regels daadwerkelijk strikt gehandhaafd worden. Een voorbeeld is een reguleringsinitiatief vanuit de private sfeer die later wordt omgezet of geïncorporeerd in wetgeving.¹⁵⁶

Westerman (2009) plaatst zelfregulering en self-governance als onderdelen van een systeem van multi-level governance.¹⁵⁷ Er kan een vergelijking getrokken worden tussen de wijze waarop de Europese wetgever en de wetgevers van de lidstaten regulering uitvaardigen. Dit wordt door Westerman ‘doelgerichte regulering’ genoemd. De wijze waarop het doel bereikt dient te worden is niet helder omschreven, echter de doelen zelf zijn wel helder en kenbaar geformuleerd. Duidelijk omschreven doelen worden vervangen door ruimer geformuleerde zorgplichten. De Europese wetgever maakt geregeld gebruik van deze wetgevingsmethodiek. De gestelde zorgplichten worden niet geïsoleerd uitgevaardigd, maar gaan gepaard met een implementatienorm (deze verplicht de normadressant om regels tot stand te brengen waarmee het doel daadwerkelijk gerealiseerd kan worden) en een verantwoordingsnorm (waarin wordt vermeld hoe gerapporteerd kan worden over de genomen maatregelen en de voortgang die hiermee geboekt is).¹⁵⁸

Westerman analyseert de relatie tussen de wetgever en normadressanten die geacht worden doelen te bereiken met zelf op te stellen regels als een principal-agent relatie. De principaal (wetgever) besteedt als het ware het reguleringsproces uit aan de agent (private normadressant). De agent stelt de wetten en regels op, niet in eigen belang, maar om daarmee de doelen van de principaal te verwezenlijken. De agent dient de doelen van de principaal te vertalen naar een werkbare situatie en dient deze te integreren. Doelgerichte zelfregulering (in opdracht van een wetgever) kan volgens Westerman alleen werken als er al een prestatieniveau bestaat waarbinnen bepaalde waarden en standaardpraktijken al wijdverbreid zijn. De bewegingsvrijheid die een normadressant heeft om invulling te geven aan zelfregulering is beperkt indien de doelen van de wetgever leidend zijn.¹⁵⁹ Ook Cherednychenko (2014) plaatst de verhouding tussen recht en zelfregulering in een systeem van multi-level governance.¹⁶⁰ Zij stelt dat financieel toezicht in Europa, vanwege de complexiteit van producten en diensten, een noodzakelijk samenspel tussen private en publieke regelgeving dient te zijn (onder auspiciën van het tweede). Cherednychenko signaleert in het laatste decennium een uitgesproken ontwikkeling van gedetailleerde publiekrechtelijke gedragsregels voor financiële ondernemingen. Deze regeltoename heeft bijvoorbeeld invloed op de betekenis van zelfregulering bij het invullen van de bijzondere zorgplicht van banken. Zelfregulering was echter de belangrijkste drijfveer bij het gestalte geven aan de concrete zorgverplichtingen van banken. De algemene bankvoorwaarden en reglementen die de Nederlandse

156. Baarsma 2010, p. 29.

157. P. Westerman, ‘Who is regulating the self – Self regulation as outsourced rule-making’, *Legisprudence: International Journal for the study of legislation* 2010-4, p. 225.

158. Idem, p. 2.

159. Idem, p. 12.

160. O.O. Cherednychenko, ‘De publiek- en privaatrechtelijke handhaving van het Europees privaatrecht: de nieuwe realiteit voor contracteren’, *Contracteren* 14(4) 2014, p. 87-92.

Vereniging van Banken heeft opgesteld, bevatten voorschriften die door de burgerlijke rechter werden gebruikt bij de invulling van het bepalen van de strekking en inhoud van de zorgplicht van banken.¹⁶¹ De Feyter (2003) beschrijft zelfregulering als die regelgevende activiteiten die worden ondernomen door een bepaalde organisatorische entiteit gericht op het vermijden of corrigeren van onwenselijk gedrag binnen de eigen structuren.¹⁶² In een aantal rechtsgebieden is het gebruik van zelfregulering gemeengoed, waaronder het milieurecht, het mediarecht, het reclameright en internetrecht. In de advocatuur, geneeskundige beroepen en financiële sector vindt ook zelfregulering plaats.¹⁶³ Balkenende en Tieleman (2001) stellen dat:

‘Zelfregulering is de uitdrukking van de eigen verantwoordelijkheid van maatschappelijke actoren, verantwoordelijkheid zowel in de zin van het hebben van bepaalde taken en bevoegdheden als van de moreel verantwoorde manier waarop met die verantwoordelijkheden wordt omgesprongen.’¹⁶⁴

De instrumenten die hierbij gebruikt worden zijn onder meer: gedragscodes, keurmerken, kwaliteitsstandaarden, certificatie, klachtenregelingen, governance codes en tuchtrecht. Een systeem van zelfregulering kan de volgende voordelen bieden: i) het leent zich voor flexibele toepassing, ii) een gemakkelijke aanpassing van de voorschriften als gevolg van veranderende marktomstandigheden is mogelijk (mede vanwege het gebruik van algemene principes), iii) er kan door de partijen die toezicht houden op de naleving van de zelfreguleringsregels snel opgetreden worden, iv) het systeem is voordeliger dan overheidsregulering, omdat het gebruikmaakt van bijdragen van de marktdeelnemers in plaats van belastingbetalers.¹⁶⁵ Byttebier (1993) noemt als nadelen van zelfregulering: het ontbreken van sanctiemechanismen om naleving te verzekeren en een zwakke positie van de normadresant wanneer deze een beslissing van de toezichthouder wil aanvechten.¹⁶⁶ In vergelijking met Byttebier noemt De Feyter de volgende voordelen: i) de mogelijkheid om reguleringsinstrumenten snel aan te kunnen passen in het licht van opgedane kennis, ii) zelfregulering doet een beroep op de deskundigheid van de betrokken professionals, iii) zelfregulering steunt op de waarden binnen de relevante groep, meer dan op de waarden van buitenaf, iv) het praktische nut wanneer andere vormen van regelgeving tekortschieten en medewerking van de groep gewenst is voor juiste naleving, v) het vermijdt onwenselijk optreden van de overheid. De nadelen die De Feyter noemt zijn: i) het nadeel van flexibiliteit is dat van de norm afgeweken kan worden, ook als deze een internationale norm vertegenwoordigt, ii) zelfregulering biedt weinig zekerheid voor buitenstaanders die uitgesloten zijn

161. O.O. Cherednychenko, ‘De bijzondere zorgplicht van de bank in het spanningsveld tussen publiek- en privaatrecht’, *NTBR* 2010-11.

162. K. de Feyter, ‘Zacht recht en zelf regelen’, in: E. Brems & P. Vanden Heede (red.), *Bedrijven en mensenrecht: verantwoordelijkheid en aansprakelijkheid*, Antwerpen: Maklu 2003, p. 26.

163. Idem, p. 26.

164. J.P. Balkenende & H. Tieleman, ‘Soevereiniteit in eigen kring, subsidiariteit en economische orde – Tweeluik en perspectief’, in: M. Becker et al. (red.), *Economie en ethiek in dialoog*, Assen: Van Gorcum 2001, p. 207.

165. Zie: K. Byttebier, *Het vijandig overnamebod*, Antwerpen: Maklu Uitgevers 1993, p. 525.

166. Idem, p. 525.

van het interne besluitvormingsproces, iii) regels die gebaseerd zijn op de praktijk van een specifiek professioneel milieu lopen het risico ongevoelig te zijn voor verschuivende maatschappelijke bezorgdheden, iv) het gebrek aan transparantie geeft weinig inzicht in de motieven om regels te aanvaarden of te wijzigen en v) het gebrek aan overheidsbetrokkenheid wijst op een democratisch gebrek.¹⁶⁷

De Boer en Martius (2014) argumenteren dat zelfregulering een goed alternatief vormt voor publieke regulering. Via zelfregulering wordt de overheid ontlast, immers de lasten van het ontwikkelen van regels ligt bij de branche zelf, dit geldt ook voor de controle op naleving en de sanctionering bij geen of onvoldoende naleving. De regels worden gemaakt door degenen op wie de regels betrekking hebben. De snelheid en flexibiliteit die dit biedt worden door De Boer en Martius als positieve aspecten van zelfregulering gegeven. In de verzekeringsbranche vindt toezicht op de naleving van de gedragscodes plaats op drie fronten/lagen: een toets door de onafhankelijke Stichting toetsing verzekeraars, via het Klachteninstituut financiële dienstverlening, waarbij verzekeraars verplicht zijn aangesloten en ten derde de in 2008 opgerichte Tuchtraad financiële dienstverlening (assurantiën). Dit instituut toetst klachten in het licht van de goede naam en het vertrouwen in de bedrijfstak.¹⁶⁸ De auteurs geven aan dat zelfregulering in de verzekeringssector de woekerpolis-affaire niet heeft kunnen voorkomen, maar verder geven zij de voorkeur aan zelfregulering boven wet- en regelgeving door de overheid. Een punt van kritiek op dit pleidooi voor zelfregulering in plaats van wetten is het gebrek aan legitimiteit van de normen. De zelfregulering is gekozen en opgesteld door de sector zelf en zichzelf is tevens verantwoordelijk voor de handhaving en sanctionering. De bevoegdheid om de regels op te stellen is niet te herleiden tot een democratisch gecontroleerde autoriteit en dit geldt evenmin voor het toezicht. De aspecten die door de governance codes in de financiële sector gereguleerd worden vallen grotendeels samen met de regels in de Wft, Bgfo en de wetten en regels van de Bankenunie en de Europese financiële toezichthouders. De praktijk heeft uitgewezen dat nagenoeg ieder aspect van de interne en externe bedrijfsvoering van banken, verzekeringsmaatschappijen, pensioenfondsen, beleggingsinstellingen en trustkantoren onder het bereik van formele wetgeving is gebracht. Een pleidooi voor zelfregulering boven overheidsregulering dient te beginnen met een argument om deze aspecten wederom in de sfeer van de sector zelf te brengen.

Naar de verhouding tussen zelfregulering en recht kan vanuit verschillende filosofische, levensbeschouwelijke en maatschappelijke invalshoeken gekeken worden. Het door Abraham Kuyper ontwikkelde calvinistische beginsel 'sovereiniteit in eigen kring'¹⁶⁹ stelt dat iedere levenskring zijn eigen onafhankelijk gezag kent. Het beginsel betekent dat de verantwoordelijkheid van de overheid is beperkt tot het handhaven van de rechtsorde. Een kring heeft een eigen verantwoordelijkheid in het vaststellen, erkennen en naleven van normen. Volgens het beginsel van 'sovereiniteit in eigen kring' is de verhouding burger en overheid slechts één politiek

167. De Feyter 2003, p. 27; zie ook Baarsma 2010, p. 12.

168. L. de Boer & R. Martius, 'Zelfregulering: een goed en betrouwbaar alternatief voor publieke regulering', *Tijdschrift voor Financieel Recht* 2014-6.

169. De rede van Abraham Kuyper op 20 oktober 1880, ter gelegenheid van de opening van de VU, droeg deze titel (zie: Balkenende & Tieleman 2001, p. 194). En het Katholieke beginsel van 'subsidiariteit'.

verband en niet boven gesteld aan andere maatschappelijke verbanden.¹⁷⁰ Het beginsel kan toegepast worden op een gezin, de economie, de kerk, of het onderwijs. Vanuit het beginsel kan naar zelfregulering gekeken worden, niet direct als alternatief voor overheidsregulering, maar als uitdrukking van de eigen verantwoordelijkheid van maatschappelijke actoren. Balkenende en Tieleman (2001) beschrijven deze verantwoordelijkheid als het hebben van taken en bevoegdheden en als de moreel verantwoorde manier waarop met deze verantwoordelijkheden dient te worden omgesprongen.¹⁷¹ Zelfregulering bezien vanuit het beginsel van 'soevereiniteit' is de uitdrukking van de eigen verantwoordelijkheid van ondernemingen, maatschappelijke organisaties en burgers. Het heeft betrekking op het nemen van de verantwoordelijkheid in een vrije ruimte, waarin men niet belemmerd wordt door de overheid. Van een dergelijke zelfregulering mag, volgens Hoekstra en Van der Wal (2006), verwacht worden dat dit moreel verantwoord, maar ook economisch efficiënt kan zijn.¹⁷²

Vanuit een neoliberale visie bestaat ook een grote voorkeur voor zelfregulering, samenhangend met de wens tot staatsonthouding. Het neoliberalisme is niet gestoeld op geloofsovertuigingen, maar op de werking van de vrije markt. Een van de grondleggers van het neoliberale kapitalistische model is Adam Smith. In zijn boek *An inquiry into the nature and causes of the wealth of nations* uit 1776 heeft hij de basis gelegd voor het economisch liberalisme.¹⁷³ Globaal valt deze filosofie uiteen in twee varianten, het Angelsaksische model en het Rijnlandse model. Het Angelsaksische model is sterk gebaseerd op het model van Adam Smith, met als uitgangspunt een beperkte overheid, lage belastingdruk, weinig regelgeving en een minimale sociale zekerheid. Het bedrijfsleven moet de vrije hand hebben en burgers dienen voor zichzelf te kunnen zorgen. Het bedrijfsleven moet de ruimte krijgen voor zelfregulering en moet hierin niet belemmerd worden door de overheid. Ondernemingen zijn gericht op winst in de korte termijn en primair op aandeelhoudersbelang. De onderliggende overweging van deze filosofie is dat in een dergelijk systeem de markt en de maatschappij zichzelf reguleert en dat dit leidt tot de meeste welvaart.¹⁷⁴ Als nadelen van een beperkte overheidsrol kunnen genoemd worden: sociale ongelijkheid, onvoldoende aandacht voor milieu en risico's voor de economie.¹⁷⁵

In het Rijnlandse model houdt de overheid zich actief bezig met zaken als economische ontwikkeling, onderwijs, sociale vraagstukken en de economie. De overheid werkt op verschillende beleidsterreinen samen met organisaties van werkgevers en werknemers. In het Rijnlandse model zijn bedrijven meer gericht op het behalen van rendementen op de midden- en lange termijn. Het voortbestaan van het bedrijf

170. R. Ossewaarde, *Eigen verantwoordelijkheid: bevrijding of beheersing?*, Amsterdam: SWP 2006, p. 80-81.

171. Balkenende & Tieleman 2001, p. 207.

172. T. Hoekstra & J. Van der Wal, 'Solidariteit in de christelijke traditie', in: L. Delsen et al. (red.), *Solidariteit in de polder, Armoede en sociale uitsluiting in Nederland bezien vanuit economie en theologie*, Assen: Van Gorcum 2006, p. 100.

173. A. Smith, *An inquiry into the nature and causes of the wealth of nations*, London: W. Strahan; T. Cadell 1776.

174. Zie ook: Broekhuizen 2016, p. 33-35.

175. W. Vermeend, *De Wij-economie – de opkomst van de wij economie en de ondergang van de ik economie*, Amsterdam: Lebowski 2010.

is belangrijker dan op korte termijn winst behalen. Vermeend (2010) geeft aan dat als nadelen van dit systeem worden genoemd de grote overheidssector, langlopende procedures, hogere belastingdruk, bureaucratie en een beperkte ruimte voor ondernemerschap.¹⁷⁶ Het Angelsaksische neoliberalisme was in aanloop naar de financiële crisis van 2008-2011 de dominante ideologie. Deze realiteit gold het eerst in de Verenigde Staten en het Verenigd Koninkrijk en later ook in continentaal Europa, waar het de beginselen van het Rijnlandse model onder druk zette. De Europese Commissie heeft sinds de jaren tachtig aangedrongen op maatregelen die de macht van aandeelhouders vergrootten en ook de rol en macht van werknemers aan banden legde. De idee hiërarchischer was het vormen van een gelijk speelveld met de rest van de wereld. Een behoefte aan minimum harmonisatie, een waarborging van het vrije verkeer van kapitaal is prioriteit geweest in de vormgeving van het Europese beleid.¹⁷⁷ Ook in het Europese overnamebeleid is gebleken dat het aandeelhoudersbelang centraal is komen te staan. Volgens Horn en Vliegenthart (2010) heeft de financiële crisis de gevaren van een overmatige nadruk op korte termijn door de aandeelhouders en de focus van bestuurders op de beurskoers aangetoond.¹⁷⁸ Byttebier (2015) stelt dat vanuit de vele voorbeelden van markten die Europa sinds de jaren tachtig heeft willen liberaliseren en dereguleren de financiële sector in het bijzonder opvalt. Hij vraagt zich af waarom de impact en ernst van de financiële crisis die in 2008 begon niet onderzocht is in het licht van de geliberaliseerde Europese bankensector. De Europese richtlijnen (waaronder de tweede bankrichtlijn) hebben als beleidsdoelstelling gehad het vrijmaken en verenigen van de Europese financiële markten.¹⁷⁹

Het economisch liberalisme heeft nadrukkelijk tekortgeschoten in aanloop naar de financiële crisis. Grote financiële instellingen hebben vanwege uitgebreide deregulering en een groot vertrouwen in het regulerende effect van de markt risico's kunnen nemen en bedrijfspraktijken kunnen ontwikkelen die het voortbestaan van het hele financiële systeem in gevaar hebben gebracht. De reactie op de crisis, de bail-outs en overheidsinterventies, staat haaks op de economische liberale filosofie. Immers, het is het toppunt van overheidsbemoeienis. Het vertrouwen in economische modellen, de tucht van de markt en de overbodigheid van overheidsregulering heeft de grootste economische crisis sinds 1929 veroorzaakt. Gesteld zou kunnen worden dat de overheidsreactie op de crisis te ver is doorgeschoten, omdat al lange tijd sprake is van een structureel wantrouwen tegenover zelfregulering van de financiële sector.¹⁸⁰

176. Vermeend 2010.

177. L. Horn & A. Vliegenthart, 'Corporate governance in Nederland – hoe bedrijven handelswaar werden', in: J. Blom (red.), *De kredietcrisis: een politiek economisch perspectief*, Amsterdam: Amsterdam University Press 2010, p. 70.

178. Idem, p. 72.

179. K. Byttebier, *De onvrije markt*, Antwerpen: Maklu 2015, p. 94.

180. Zie ook: T. Loonen, *De beleggingsonderneming als juridisch onneembaar fort* (oratie), Zutphen: Uitgeverij Paris 2015, p. 15.

2.4 Zelfregulering in de Nederlandse financiële sector

Een conclusie die na de financiële crisis is getrokken luidt dat zelfregulering in de financiële sector – met name de bankenwereld – gefaald heeft.¹⁸¹ Stiglitz (2012) stelt dat banken niet in staat zijn gebleken om hun risico's adequaat in te schatten.¹⁸² De complexiteit van het juist inschatten van risico's en het belang van prikkels om risico's te nemen die het voortbestaan van banken in gevaar kan brengen is door overheden onvoldoende onderkend. Stiglitz voegt hieraan toe dat zelfs als een bank de eigen risico's wel goed heeft kunnen beheersen, dat daarmee nog niet de systeemrisico's onder controle gebracht zijn. Als door alle banken een model gehanteerd wordt dat schadelijk is voor de stabiliteit van het financiële systeem, dan is het daaruit voortvloeiende systeemrisico niet te beïnvloeden door één specifieke bank. Hier speelt in wezen een speltheoretisch dilemma mee.¹⁸³ Een onderliggende veronderstelling van de verdienmodellen van banken in aanloop naar de crisis was dat huizenprijzen niet zouden dalen. Het doorverkopen van leningen werd als geaccepteerde handelspraktijk gezien, mede vanuit de veronderstelling dat de rente niet zou stijgen en als dit toch zou gebeuren, dat debiteuren dan desondanks hun rente konden blijven betalen.¹⁸⁴ De systeemrisico's, gevaarlijke verdienmodellen en onderlinge afhankelijkheid van het gedrag van andere banken is in het systeem van zelfregulering niet, of onvoldoende, zichtbaar geworden. De regulering werd immers vormgegeven door de sector zelf. Het idee achter de keuze voor zelfregulering in de financiële sector is dat marktpartijen zelf het beste in staat zijn om goed werkende gedragsregels op te stellen.¹⁸⁵ Loonen (2015) stelt dat tot aan de financiële crisis de regulering van de financiële sector met name gestalte heeft gekregen in vorm van macroprudentieel toezicht en zelfregulering.¹⁸⁶

Zelfregulering in de financiële sector in Nederland heeft verschillende verschijningsvormen en krijgt gestalte in reglementen die door verschillende instellingen worden opgesteld. De in 1989 opgerichte Nederlandse Vereniging van Banken (NVB) is de vertegenwoordiger van alle nationale banken die in Nederland actief zijn. Voor de oprichting van de NVB vond het interbancair overleg plaats in de in 1949 opgerichte Nederlandse Bankiersvereniging en sinds 1971 tevens in het College van overleg van de gezamenlijke banken (CV). Alle banken die actief zijn op de Nederlandse markten zijn aangesloten bij de NVB. Als reactie op de crisis bracht de NVB de Code Banken uit, gemodelleerd naar de Nederlandse Corporate Governance Code, met principes en best practices die nadrukkelijk gericht zijn op het bankbedrijf. In 2014

181. R. Tomasic, 'Beyond "light touch" regulation of British banks after the financial crisis', in: I.G. MacNeill & Justin O'Brien (eds.), *The future of financial regulation*, Oxford: Hart Publishing 2010, p. 103.

182. J. Stiglitz, *Freefall: America, Free Markets and the sinking of the world economy*, New York: W.W. Norton & Company 2010, p. 149.

183. M. Parnau, 'A coopetition perspective for banking strategies', in: E. Paulet (red.), *The subprime crisis and its impact on financial and managerial environments: an unequal repercussion at European level*, Newcastle upon Tyne: Cambridge Scholars Publishing 2012, p. 135; H. Dincer, U. Hacıoglu & I.E. Celik, 'The game theory and reflections on competitive strategies in the banking sector', in: U. Hacıoglu et al. (eds.), *Managerial issues in finance and banking: a strategic approach to competitiveness*, Heidelberg: Springer 2014, p. 145 e.v.

184. Stiglitz 2010, p. 149.

185. *Kamerstukken II* 2009/10, 32 255, nr. 3, 'Het systeem van toezicht op de stabiliteit van financiële markten; een verkenning'.

186. Loonen 2015, p. 15.

werd een gereviseerde Code Banken uitgebracht, als onderdeel van het pakket 'Toekomstgericht bankieren'. In dit pakket zijn ook het Maatschappelijk statuut en de Gedragsregels (waaronder de bankierseed) opgenomen. De NVB brengt ook de Algemene Bankvoorwaarden uit, met daarin de basisregels voor de omgang van banken met klanten.¹⁸⁷

De in 1999 opgerichte Dutch Securities Institute is het zelfreguleringsinstituut van de effectenbranche. Het instituut is de opvolger van de Klachtencommissie Beursbedrijf van de Amsterdamse effectenbeurs. Een beursschandaal in 1997 heeft aanleiding gegeven voor de oprichting van de DSI. De kerntaken van de DSI zijn het uitvoeren van screenings, certificering, tuchtrecht en een openbaar register, waarbij de nadruk ligt op de integriteit, betrouwbaarheid en deskundigheid van de medewerkers, bestuurders en beleidsbepalers van de aangesloten ondernemingen.¹⁸⁸ De DSI heeft convenanten en afspraken gemaakt met de AFM en DNB.

Het Klachteninstituut financiële dienstverlening (Kifid) is sinds 2007 actief en is de organisatie waartoe consumenten zich toe kunnen wenden als ze een klacht hebben over een financiële instelling. Verschillende zelfreguleringsorganisaties zijn in het Kifid opgegaan: de Geschillencommissie van het DSI, de Geschillencommissie Bankzaken, de Geschillencommissie hypothecaire financieringen en de Ombudsman Verzekeringen.¹⁸⁹ Het Kifid is een private organisatie met publiekrechtelijke waarborgen.¹⁹⁰ In Nederland is de geschillenbeslechting in civiele zaken opgedragen aan de rechter. Buitengerechtelijke geschilbeslechting is een vorm van zelfregulering en in beginsel gebaseerd op de vrijwillige deelname van partijen. In de Wft en het Bgfo worden randvoorwaarden gesteld: financiële instellingen dienen immers een interne klachtenprocedure te hebben en dienen aangesloten te zijn bij een door de Minister van Financiën erkende geschilleninstantie.¹⁹¹ De klachten van consumenten kunnen betrekking hebben op verzekeringen, beleggingen, pensioenen, bankzaken en kredieten. Het doel van het Kifid is het oplossen van problemen tussen consumenten en financiële dienstverleners door tussenkomst van de Ombudsman, of door een bindend advies van de Geschillencommissie of de Commissie van Beroep.¹⁹² Het Kifid wordt bekostigd door de aangesloten financiële dienstverleners.¹⁹³ Oorspronkelijk bestond het bestuur van het Kifid uit personen die werkzaam zijn in de financiële sector. In 2011 is dit veranderd en mogen bestuursleden niet meer werkzaam zijn bij financiële ondernemingen of hun brancheorganisaties.¹⁹⁴ De Minister van Financiën dient goedkeuring te verlenen aan de reglementen en statuten van het Kifid, de begroting, de benoeming van het bestuur, de Ombudsman en de Voorzitter van de Geschillencommissie.¹⁹⁵ Deze veranderingen zijn ingevoerd om de onafhankelijkheid van het Kifid ten opzichte van de sector te waarborgen. Vanwege deze loskoppeling kan het Kifid in wezen

187. De meest recente versie van de Algemene Bankvoorwaarden is op 1 maart 2017 van kracht geworden.

188. Convenant tussen de AFM en DSI, p. 1.

189. Over de totstandkoming van het Kifid, zie: D.P.C.M. Hellegers, *De juridische aspecten van het klachteninstituut financiële dienstverlening (Kifid) anno 2015*, Zutphen: Uitgeverij Paris 2015, p. 21-35.

190. *Kamerstukken II* 2010/11, 31 980, nr. 52.

191. *Kamerstukken II* 2010/11, 31 980, nr. 52.

192. Hellegers 2015, p. 47.

193. De begroting wordt door de Minister van Financiën gecontroleerd.

194. BGFO, hoofdstuk 7.

195. Zie: <https://www.kifid.nl/kifid>.

niet meer beschouwd worden als zelfregulering, ondanks dat alternatieve geschillenbeslechting gezien wordt als een vorm van zelfregulering. De aanvullende wettelijke eisen en de betrokkenheid van de Minister van Financiën bij het goedkeuren van de begroting, de statuten en benoemingen zijn aspecten die in traditionele zelfregulering niet als zodanig voorkomen. Het Kifid is derhalve een vorm van overheidsgereguleerde zelfregulering.

In Nederland is in november 2008, aan het begin van de financiële crisis, een Adviescommissie opgesteld door de NVB, met als taak het doen van aanbevelingen ter verbetering van het functioneren van de Nederlandse bancaire sector en een herstel van vertrouwen dat de maatschappij in banken heeft. De Adviescommissie Toekomst Banken bracht op 7 april 2009 haar rapport uit, getiteld 'Naar herstel van vertrouwen'. Het vertrekpunt van de commissie was de vaststelling dat door de crisis het vertrouwen in banken ernstig was geschaad en dat gerede twijfel was ontstaan over de ethische en morele opvattingen van bankiers.¹⁹⁶ De nadruk in het rapport ligt op een viertal aspecten:

1. een versteviging van de governance structuur van banken en een verbetering van de risicomanagementfunctie;
2. aanbevelingen ten aanzien van het beloningsbeleid;
3. een versteviging van het toezicht op banken in Nederland, mede in lijn met de Europese ontwikkelingen op dit terrein;
4. het schetsen van uitgangspunten en doen van aanbevelingen over de structuur van de bancaire sector in Nederland.

De aanbevelingen ten aanzien van de versteviging van de governance structuur en riskmanagementfunctie en de aanbevelingen gericht op een meer verantwoord beloningsbeleid zijn door de commissie betiteld als bindend van aard en 'nadrukkelijk niet het karakter van zelfregulering'.¹⁹⁷ De commissie stelt dat deze best practices niet gezien moeten worden als zelfregulering. Deze stelling is opmerkelijk, omdat de commissie geen wetgever is, het rapport in opdracht is opgesteld door de NVB en tevens aanleiding is geweest voor de in 2010 in werking getreden Code Banken (nadrukkelijk een instrument van zelfregulering).

In aanloop naar de financiële crisis vertrouwden toezichthouders dat de sector op versecheidene terreinen verantwoorde zelfregulering zou betrachten. In het Verenigd Koninkrijk adviseerde het 'Better regulation taskforce' dat geen overheidsinterventie, maar vertrouwen op verstandige persoonlijke zelfregulering van de sector een beter alternatief is dan regulering, zelfs als er risico's in het spel zijn. In de literatuur wordt een 'private transactional paradigm' beschreven. In dit systeem maken betrokkenen actief de regels waarmee ze hun eigen handelen normeren en binden en geven daarmee gestalte aan de dynamiek van onderhandelen met hun tegenpartijen.¹⁹⁸ Het 'private transactional paradigm' is een product van een bottom-up benadering. Veel auteurs stellen dat de regels in finance waarmee transacties worden geregeld gestandaardiseerd zijn, waarmee een systeem is ontstaan van

196. Adviescommissie Toekomst Banken, *Naar herstel van vertrouwen*, Amsterdam: 2009.

197. Idem, p. 9; zie ook: De Groot 2010, p. 105 e.v.

198. M. Andenas & I. H-Y Chiu, *The foundations and future of financial regulation, governance for responsibility*, London: Routledge 2014, p. 85.

transactioneel privaatrecht dat een groot deel van de transacties in finance reguleert.¹⁹⁹ Andenas en Chui (2014) stellen dat governance door zelfregulering voornamelijk gericht is op transacties, en minder goed ingericht is om juist om te gaan met tegenslagen en de inwerking van externe factoren.²⁰⁰ Het gegeven dat de financiële sector de ruimte kreeg om veel aspecten (transacties, kapitaaleisen, producten, interne governance, clearing van derivaten) via zelfregulering te regelen was gebaseerd op vertrouwen van de toezichthouders en overheden. De financiële crisis, en met name problemen met derivaten en LIBOR-fraude, hebben het vertrouwen in het zelfregulerend vermogen van de financiële sector zwaar aangetast. Om deze reden zijn veel aspecten die voorheen in de sfeer van zelfregulering geregeld werden omgezet in formele wet- en regelgeving met een externe toezichtstructuur.²⁰¹

Op 12 december 2014 is de regeling van de Minister van Financiën gepubliceerd, welke gestalte geeft aan de eed of de belofte die afgelegd dient te worden door bestuurders en beleidsbepalers van financiële instellingen.²⁰² In de regeling is uiteengezet op welke personen de eed of belofte van toepassing is (art. 1 en 2 van de Regeling). Hiernaast stelt art. 3:17b lid 2 Wft dat een bank met een zetel in Nederland dient te beschikken over procedures en maatregelen die waarborgen dat natuurlijke personen die in Nederland onder haar verantwoordelijkheid vallen een eed of belofte afleggen. Dit geldt voor mensen met een arbeidsovereenkomst met de bank (a) en personen die werkzaamheden uitvoeren die deel uitmaken of voortvloeien uit het uitoefenen van het bankbedrijf, dan wel deel uitmaken van de wezenlijke bedrijfsprocessen (b). Na het afleggen van de eed of belofte dient de persoon het formulier te ondertekenen. De tekst van de eed en de belofte is integraal in de Regeling opgenomen.²⁰³

Uit de formulering en inhoud van de eed valt op te maken over welke kwaliteiten, houding en prioriteitsstelling een bestuurder van een bank dient te beschikken om aangemerkt te kunnen worden als geschikt in de zin van art. 3:8 en 4:9 Wft. De Minister van Financiën geeft in de toelichting op de Regeling aan dat gekozen is voor een eed of belofte om daarmee de waarden en het belang waar deze voor

199. Idem, p. 85.

200. Idem, p. 86.

201. Idem, p. 87.

202. Regeling van de Minister van Financiën van 12 december 2014 (Regeling eed of belofte financiële sector 2015), *Stcrt.* 2014, nr. 37261.

203. Bijlage 1 van de Regeling eed of belofte financiële sector 2015, *Stcrt.* 2014, nr. 37261, Eed/Belofte ten behoeve van een beleidsbepaler

Ik zweer/beloof dat ik mijn functie integer en zorgvuldig zal uitoefenen.

Ik zweer/beloof dat ik een zorgvuldige afweging zal maken tussen alle belangen die bij de onderneming betrokken zijn, te weten die van de klanten, de aandeelhouders/leden, de werknemers en de samenleving waarin de onderneming opereert.

Ik zweer/beloof dat ik in die afweging het belang van de klant centraal zal stellen en de klant zo goed mogelijk zal inlichten.

Ik zweer/beloof dat ik mij zal gedragen naar de wetten, de reglementen en de gedragscodes die op mij van toepassing zijn.

Ik zweer/beloof dat ik geheim zal houden wat mij is toevertrouwd.

Ik zweer/beloof dat ik geen misbruik zal maken van mijn kennis.

Ik zweer/beloof dat ik mij open en toetsbaar zal opstellen en ik ken mijn verantwoordelijkheid voor de samenleving.

Ik zweer/beloof dat ik mij zal inspannen om het vertrouwen in de financiële sector te behouden en te bevorderen.

Zo waarlijk helpe mij God Almachtig! / Dat verklaar en beloof ik!

staat te onderstrepen en om de bewustwording bij de persoon die deze aflegt te vergroten.²⁰⁴ De personen die de eed of belofte af dienen te leggen zijn: i) beleidsbepalers van financiële ondernemingen die vallen onder de geschiktheidseisen en ii) personen die werkzaam zijn onder verantwoordelijkheid van een bank of verzekeraar die een leidinggevende functie vervullen direct onder het echelon van de beleidsbepalers en verantwoordelijk zijn voor natuurlijke personen wier werkzaamheden het risicoprofiel van de onderneming wezenlijk kunnen beïnvloeden.²⁰⁵ De inhoud van de eed en belofte is gelijk aan de inhoud van de moreel-ethische verklaring die opgenomen is in de Code Banken en de Gedragscode Verzekeraars.²⁰⁶ Er zijn geen directe sancties of rechtsgevolgen verbonden aan het schenden van de eed. Een eed- of beloftebreuk kan echter wel consequenties hebben ten aanzien van het oordeel van de AFM en DNB over de geschiktheid van een beleidsbepaler. Wanneer andere medewerkers de eed niet afleggen kan dit ook gevolgen hebben voor het oordeel van de toezichthouders over de integriteit en beheersing van de bedrijfsvoering van de vergunninghouder.²⁰⁷ Het niet afleggen of verbreken van de eed kan de AFM of DNB ertoe aanzetten om de beleidsbepaler te hertoetsen. De bankierseed is direct gerelateerd aan het op 1 april 2015 ingevoerde tuchtrecht voor de bankensector. De stichting Tuchtrecht Banken is op dezelfde datum ingesteld door de Nederlandse Vereniging van Banken. Als bij deze stichting een klacht wordt ontvangen dan wordt deze behandeld door een onafhankelijke tuchtcommissie van deskundigen en juristen. De stichting Dutch Securities Institute ondersteunt de werkzaamheden van de tuchtcommissie. Het tuchtreglement bancaire sector regelt de procedure en andere formele aspecten van het bancaire tuchtrecht.²⁰⁸ Een procedure bij de tuchtcommissie begint met een klacht over een schending van de Gedragsregels bancaire sector (die inhoudelijk overeenkomen met de bankierseed). Art. 3.7 van het tuchtreglement beschrijft de procedure van de behandeling van de klacht.²⁰⁹

Er is gekozen voor een systeem van tuchtrecht, omdat volgens de Minister van Financiën:

‘(...) het tuchtrecht de ethiek en de ontwikkeling van de professionele waarden, normen en standaarden binnen een groep (bevordert) en om die reden aanbeveling (verdient) (...) Gelet op de effectiviteit van het tuchtrecht en de beginselen van proportionaliteit en subsidiariteit acht

204. Regeling eed of belofte financiële sector 2015, toelichting — inleiding.

205. Art. 2 van de Regeling.

206. Nederlandse Vereniging van Banken, *Code Banken 2015*, Verbond van Verzekeraars, *Gedragscode Verzekeraars 2015*.

207. Zie: <https://www.afm.nl/nl-nl/professionals/veelgestelde-vragen/bankierseed-algemeen>. Zie ook: S.A. Gawronski & A.J.P. Tillema, ‘De bankierseed: panacee of symboolpolitiek’, *Tijdschrift voor Financieel Recht* 2013-3, p. 11.

208. Stichting Tuchtrecht Banken, *Tuchtreglement bancaire sector*, Amsterdam: NVB 2016.

209. Als een klacht gegrond wordt verklaard en er wordt een schending van de bankierseed door een verweerder vastgesteld dan kan de commissie een of meerdere van de volgende maatregelen opleggen (art. 3.9.2):

- Maatregel in de vorm van opleiding of verplicht te volgen educatie.
- Een berisping.
- Een boete met een maximum van 25.000 euro, te voldoen aan de Stichting.
- Een aanwijzing om gedurende een periode van maximaal drie jaar niet meer werkzaam te zijn in een bepaalde functie in de bancaire sector.

het kabinet het dan ook van belang dat de financiële sector tuchtrecht zelf organiseert.²¹⁰

Crul (2015) beschrijft het verschil tussen het bankentuchtrecht en vrijwillig tuchtrecht (ook wel privaatrechtelijk of verenigingstuchtrecht genoemd.) Het bankentuchtrecht is wettelijk verankerd in art. 3:17c Wft, terwijl bijvoorbeeld het tuchtrecht van het Dutch Securities Institute geen wettelijke basis kent. Het medisch tuchtrecht en ook het advocatentuchtrecht zijn vormen van publiekrechtelijk tuchtrecht, ze zijn in de wet verankerd.²¹¹ Crul betwijfelt wat de toegevoegde waarde van het bankentuchtrecht is. De beeldvorming van consumenten wordt voor een groot deel bepaald door negatieve berichtgeving in de media, als hier nog tuchtzaken bijkomen zou dit vertrouwen nog verder geschaad kunnen worden. Hij ziet een mogelijk voordeel van het tuchtrecht met name vanuit een intern perspectief, het kan een sterker bewustzijn bij bankmedewerkers bewerkstelligen dat hun gedrag een positieve ontwikkeling kan doormaken en dat daarmee excessen minder voorkomen.²¹²

De naleving van de Code Banken 2015 wordt gemonitord door de op 14 oktober 2014 ingestelde tweede Monitoring Commissie Code Banken. In het rapport van de MCCB over boekjaar 2016, dat in januari 2017 is gepubliceerd wordt gesteld dat banken de Code in hoge mate, vrijwel volledig, naleven. De MCCB heeft 34 banken onderzocht en 31 banken leefden bijna alle principes na.²¹³ Een kloof tussen de bankenwereld en de maatschappij is echter onverminderd blijven bestaan, het vertrouwen van consumenten in banken is 2,8 op een schaal van 5.²¹⁴ De MCCB stelt dat de sector verder dient te werken aan het herstel van vertrouwen, onder meer door dialogen aan te gaan met de samenleving. Tevens kunnen zij een onafhankelijke adviescommissie instellen bestaande uit consumentenorganisaties en stakeholders. In de Code Banken 2015 is onder meer opgenomen dat banken hun zakelijke belangen in het verlengde dienen te plaatsen van de maatschappelijke belangen. Alleen als sprake is van een cultuur van duurzaam, dienstbaar, en integer bankieren, kan de bankensector een duurzame rol in de samenleving vervullen.²¹⁵ Buijink (2014) stelt dat de Code Banken 2010 het probleem dat ten grondslag lag aan de financiële crisis niet heeft weggenomen, maar wel de richting aangegeven waarin die oplossing gevonden kan worden. Hij ziet het Maatschappelijk Statuut als een belangrijke vervolgstap, omdat daarin is vastgelegd hoe de banken hun rol in de maatschappij zien, waaronder een dienstbare houding richting klanten, transparante dienstverlening waardoor klanten vertrouwen krijgen.²¹⁶ Het gegeven dat in de Code Banken 2015 de onderdelen risicobeleid, missie, strategie en de doelstellingen van een bank een plaats hebben gekregen vind Buijink ook een po-

210. *Kamerstukken II 2012/13*, 32 013, nr. 35, p. 18; zie ook: F.D. Crul, 'Bankentuchtrecht — op weg naar vertrouwen?', *Tijdschrift voor Financieel Recht* 2015-7/8, p. 284.

211. Crul 2015, p. 285.

212. Crul 2015, p. 291.

213. Monitoring Commissie Code Banken, *De kloof overbruggen*, Amsterdam: 2017, p. 4.

214. Idem, p. 5.

215. Idem, p. 17.

216. Voor een nadere beschouwing over vertrouwen in handelspraktijken zie: J.G.J. Rinkes, *Reasonable expectations of honest men. Over privaatrecht, contractenrecht en vertrouwen* (rede), Zutphen: Uitgeverij Paris 2006, p. 13 e.v.

sitieve ontwikkeling. Het gegeven dat banken hun maatschappelijke verantwoordelijkheid onderkennen is geen garantie dat crises niet meer voorkomen, maar een toegenomen waardering voor klantgerichtheid en betere risicomanagementsystemen maken dat de bancaire sector tijdens een volgende crisis een andere rol kan spelen, niet als een escalerende, maar als een stabiliserende factor. Buijink stelt dat banken daarmee wederom recht zouden doen aan hun maatschappelijke functie.²¹⁷

2.5 Een overzicht van financieel toezicht in Nederland

De oorsprong van het publiekrechtelijke toezicht op financiële instellingen en markten kan ruim 200 jaren geleden gevonden worden. De Nederlandsche Bank werd in 1814 door Koning Willem I opgericht. De gulden werd de eenheidsmunt van Nederland en DNB had het monopolie om bankbiljetten te drukken. Tevens legde de Koning in een octrooi vast dat alleen DNB kredieten mocht verstrekken. DNB was een compagnieschap zonder firma, een voorloper van de Naamloze Vennootschap en de aandelen waren in handen van geldschieters. In de periode 1863-1914 was DNB de nationale bank van Nederland, in een periode dat Nederland economisch floreerde.²¹⁸ In het laatste kwart van de negentiende eeuw ontstonden veel particuliere banken en veranderde de rol van DNB van kredietbank voor het bedrijfsleven naar kredietverschaffer voor private banken. Deze ontwikkeling bereikte in de jaren twintig van de twintigste eeuw een eindpunt. DNB wilde, in haar rol als kredietverschaffer, zekerheden over de betrouwbaarheid van haar klanten. Dit leidde tot regels met betrekking tot de verhouding van de uitgezette kredieten en het eigen kapitaal van de banken die bij DNB leenden. Dit is de oorsprong van DNB als toezichthouder, hoewel de eisen die gesteld werden nog geen formeel karakter hadden.²¹⁹

De eerste regulering van de Nederlandse financiële markt, waarin zowel de integriteit van de markt alsook de belangen van aandeelhouders werden onderkend stamt uit 1856, toen het Algemeen Beurscomité van Publieke Fondsen werd opgericht.²²⁰ Dit comité is door effectenhandelaren opgericht met als doel toezicht te houden op de effectenmarkt. Een volgende stap in de ontwikkeling van financieel toezicht was de oprichting van de Vereniging voor den effectenhandel in 1876. In deze vereniging waren (in tegenstelling tot het comité) vrijwel alle effectenhandelaren verenigd. De vereniging was een fusie van het Algemeen Beurscomité (1856) en de Effecten-Sociëteit (1857). Deze vereniging zou tot 1940 vrijwel zelfstandig het beursleven in Nederland reguleren. De vereniging is 120 jaar lang het meest actieve orgaan geweest achter de Amsterdamse effectenbeurs. Tot 1914 bestond er geen formele regulering van financiële markten. Slechts een strafrechtelijke bepaling uit 1886 waarin publieksmisleiding strafbaar werd gesteld. Deze bepaling zou in 1995 in de Wet toezicht effectenverkeer worden overgenomen.

217. Chr. P. Buijink, 'Bancaire zelfregulering in roerige tijden', *Tijdschrift voor Financieel Recht* 2014-6, p. 226 e.v.

218. W. Vanthoor, *De Nederlandsche Bank 1814-1998, van Amsterdamse kredietinstelling naar Europese Stelselbank*, Amsterdam: Boom Juridische uitgevers 2004.

219. DNB, *Geschiedenis van DNB*, p. 4, te raadplegen via: https://www.dnb.nl/binaries/Geschiedenis%20DNB_tcm46-144511.pdf.

220. *Stcrt.* 27 oktober 2009, nr. 16072, Selectielijst van de Stichting Toezicht Effectenverkeer op het beleidsterrein Regulering & toezicht bank- en kredietwezen 1992-2002, p. 9.

Tijdens de Eerste Wereldoorlog werd de rol van DNB als centrale bank versterkt. In 1914 werd een bankrun voorkomen en werd Nederland een financiële crisis bespaard.²²¹ In 1914 werd eveneens de beurs stilgelegd vanwege de dalende koersen als reactie op de oorlog. De eerste Beurswet van 1914 was bedoeld om grote verliezen tijdens het openen van de beurs in 1915 te voorkomen. Het betrof in wezen een noodwet die de Minister van Financiën de bevoegdheid gaf om voorschriften op het gebied van effectenhandel vast te stellen. Deze bevoegdheid bestond naast de regelgevende bevoegdheid (zelfregulering) van de Vereeniging voor den effectenhandel, die feitelijk de regels vaststelde. Na de oorlog trok de economie aan en kregen handelsbanken een stroom aan kredietaanvragen. Er ontstonden door fusies en overnames vijf grote banken en deze namen het grootste deel van de kredietverstrekking voor hun rekening. Eind jaren twintig sloeg het positieve klimaat om en bleken meerdere banken te veel krediet te hebben verstrekt tegen onvoldoende onderpand. Een deel van de banken ging failliet. DNB trad bij één derde van de banken die in moeilijkheden waren geraakt op als 'lender of last resort'.²²² Het is ook voorgekomen dat DNB banken tot een reorganisatie dwong, gericht op het tegengaan van systeemreacties in het bancaire stelsel. De bankencrisis van de jaren twintig moest leiden tot een onderzoek naar de wenselijkheid van wettelijk toezicht op het bankwezen, maar door de oorlog is dit proces opgeschort.²²³ Als gevolg van de Duitse inval in 1940 veranderde het financieel toezicht op financiële markten ingrijpend. Sinds juni 1940 lag de bevoegdheid voor het vaststellen van beursregels bij het Ministerie van Financiën. In 1941 werd de handel in effecten vergunningplichtig, door invoering van het Bedrijfsvergunningenbesluit. Aan de zelfregulering van de Vereeniging voor den effectenhandel kwam daarmee in wezen een einde (het begin hiervoor was met de Beurswet 1914 gemaakt). De handel op de beurs lag tijdens de oorlogsjaren bijna volledig stil, maar werd in 1946 weer opgepakt. Met de Beschikking Beursverkeer 1947 werd vastgesteld dat besluiten van de Vereeniging voor den effectenhandel voortaan voorafgaande goedkeuring van het Ministerie van Financiën behoeften.²²⁴

In 1948 werd DNB genationaliseerd. De Bankwet van 1948 regelde formeel dat DNB verantwoordelijk was voor het waardevast blijven van de gulden. DNB was eveneens de enige instelling die verantwoordelijk was voor de uitgifte van bankbiljetten en voor het op peil houden van het publieke vertrouwen in papiergeld (Nederland had in 1936 de gouden standaard losgelaten, wat het einde van het metallieke stelsel betekende). Bankbiljetten konden niet meer voor goud worden ingewisseld, de waarde was primair gebaseerd op vertrouwen. Omdat een nieuwe basis gevonden moest worden om de waarde van geld stabiel te houden kwam in de naoorlogse jaren de nadruk te liggen op het monetaire beleid van de overheid in de vorm van sociaaleconomisch beleid. De Bankwet regelde ook dat DNB verantwoordelijk was voor de circulatie van biljetten, het vergemakkelijken van het girale betalingsver-

221. DNB, *Geschiedenis van DNB*, p. 4.

222. Dit betekent dat DNB de verplichtingen van de banken in liquidatie garandeerde of acute kredietfaciliteiten bood.

223. Idem, p. 5.

224. *Stcrt.* 27 oktober 2009, nr. 16072, Selectielijst van de Stichting Toezicht Effectenverkeer op het beleidsterrein Regulering & toezicht bank- en kredietwezen 1992-2002, p. 9.

keer, het bevorderen van het betalingsverkeer en het uitoefenen van toezicht op kredietinstellingen.²²⁵ Dit is wettelijk gezien het moment waarop DNB de status van toezichthouder kreeg. De Bankwet van 1948 heeft 50 jaar gegolden en is in 1998 opgevolgd door de Bankwet van 1998. De oprichting van de Europese Gemeenschap en later de Europese Unie heeft aanzienlijke invloed gehad op de Bankwet. In 1983 diende de Bankwet voor het eerst gewijzigd te worden onder invloed van een Europese richtlijn die het vennootschapsrecht aanpaste.²²⁶ Zwet (2001) stelt dat in 1993 de Europese Monetaire Unie zijn schaduw vooruit begon te werpen en dat de bank haar werkzaamheden ging verrichten met inachtneming van art. 104 van het Verdrag tot de oprichting van de EG.²²⁷ De Bankwet 1998 is geheel gereviseerd en opnieuw opgesteld, waarin het uitgangspunt geldt dat DNB een integraal onderdeel uitmaakt van het Europees Stelsel van Centrale Banken.

De invoering van de Wet op het kredietwezen in 1952 (in 1956 gewijzigd in de Wet op het Kredietwezen) heeft de wettelijke basis gebracht voor het toezicht op banken.²²⁸ In de Wtk werd een onderscheid gemaakt tussen twee vormen van toezicht: sociaaleconomisch (monetair) en bedrijfseconomisch toezicht. Het sociaaleconomisch toezicht bood DNB de mogelijkheid om in te grijpen in de kredietverstrekking van banken. Bij kredietverstrekking door banken wordt geld geschapen, wat is toegestaan, maar niet onbeperkt (vanuit het oogpunt van een monetaire stabiliteit). Het bedrijfseconomische toezicht is gericht op het beschermen van het belang van het publiek dat geld aan banken toevertrouwt in de vorm van deposito's, spaartegoeden en salaris.²²⁹ Tegenwoordig zou dit toezicht prudentieel toezicht genoemd worden. De financiële wereld is in de vijftig jaren na de invoering van de Wtk veel complexer geworden en de prioriteit van DNB in haar toezichtrol is meer bij de stabiliteit van het financiële stelsel komen te liggen.²³⁰ De voornaamste reden hiervoor is het inzicht dat het faillissement van een individuele financiële instelling een domino-effect teweeg kan brengen en andere instellingen in gevaar kan brengen. In de jaren tachtig en negentig werd DNB ook toezichthouder van beleggingsinstellingen en wisselkantoren. De invoering van de euro heeft als gevolg gehad dat het monetaire beleid niet slechts een nationale aangelegenheid meer was. Op grond van de Bankwet 1998 bleven de taken van DNB in wezen hetzelfde, de relatie tussen DNB en de overheid is echter wel veranderd. Op grond van de Bankwet 1948 had de Minister van Financiën een aanwijzingsrecht, dit is vervangen door een recht om informatie of inlichtingen op te vragen die nodig zijn om een oordeel te vormen over de wenselijke koers van het financieel-economische beleid van de regering.²³¹

225. DNB, *Geschiedenis van DNB*, p. 6.

226. Wet van 7 december 1983, *Stb.* 663, houdende aanpassing van de wetgeving van de vierde richtlijn van de Raad van de Europese Gemeenschappen inzake het vennootschapsrecht, zie ook: J.R. van Zwet, *De ontwikkeling van de Bankwet 1814-1998. Van 's Konings oudste dochter tot intrigerend onderdeel van het ESCB*, DNB 2001, p. 10.

227. Idem, p. 10.

228. Kredietinstellingen in de zin van deze wet zijn algemene banken, coöperatief georganiseerde banken, spaarbanken, effectenkredietinstellingen, kapitaalmarktinstellingen en hypotheekbanken.

229. DNB, *Geschiedenis van DNB*, p. 8.

230. De taak van DNB om te zorgen voor financiële stabiliteit is sinds 1 januari 2014 officieel wettelijk vastgelegd in de Bankwet 1998.

231. Van Zwet 2001, p. 11.

De periode na de oorlog tot begin jaren tachtig werd gekenmerkt door een vertrouwen van de overheid in zelfregulering van de financiële markten. De Vereniging voor de effectenhandel (de naam is aan de moderne spelling aangepast in 1973) was verantwoordelijk voor het reguleren van de effectenhandel en tevens voor het invoeren van Europese regelgeving sinds 1979. De Europese Economische Gemeenschap bracht in 1979 de Richtlijn 79/729 EEG uit inzake de toelatingseisen van effecten tot een effectenbeurs. Hierna volgde in 1980 de Richtlijn 80/390/EEG, waarin de eisen die gelden voor een prospectus werden vastgesteld. In 1982 volgde Richtlijn 82/121/EEG met betrekking tot de periodieke informatievervalsing voor beursgenoteerde bedrijven. Onder invloed van de Europese regelgeving gericht op de harmonisatie van de kapitaalmarkt heeft het financieel toezichtrecht in Nederland zich wederom verder ontwikkeld. De invoering van de Wet op de Effectenhandel in 1985 is het omslagpunt waarop de overheid de regulering van de beurzen naar zich toe heeft getrokken. Er was sprake van een gebrekkig vertrouwen in de Nederlandse kapitaalmarkt, vanwege het ontbreken van publiekrechtelijke effectenwetgeving.²³² De grote toename van Europese en Nederlandse regelgeving leidde tot het inzicht dat het wenselijk was dat het toezicht niet meer geconcentreerd was bij het Ministerie van Financiën, maar dat een aparte instelling diende te worden opgericht, die los zou staan van de overheid. Er is gekozen voor een onafhankelijke rechtspersoon die zelfstandig bestuurlijke en civielrechtelijke rechtshandelingen kan plegen. Op 21 juli 1988 werd de Stichting Toezicht Effectenverkeer opgericht. Op 1 februari 1989 kreeg de STE officieel de taak om het toezicht op de effectenbeurzen op grond van de Beurswet 1914 over te nemen van het Ministerie van Financiën. De STE was opgericht als een stichting om onafhankelijk op te kunnen treden, los van de overheid en de markt, als een belangenbehartiger van alle bij de effectenmarkt betrokken partijen.²³³

Een volgende significante ontwikkeling in het financieel toezichtrecht in Nederland is de inwerkingtreding van de Wet toezicht beleggingsinstellingen (Wtb) in 1990. De Wtb verving de bepalingen uit de Wet op de effectenhandel die betrekking hadden op fondsen voor gemene rekening (beleggingsfondsen). Aanleiding voor de wet waren onder meer de negatieve ontwikkelingen en publicaties over misstanden bij grote internationale beleggingsinstellingen en dat in Nederland sprake zou zijn van ongewenste praktijken bij de werving voor deelname aan beleggingsinstellingen.²³⁴ In de Wtb werden de toezichthoudende bevoegdheden toegekend aan het Ministerie van Financiën, met de mogelijkheid voor de minister om deze bevoegdheden te delegeren aan een privaatrechtelijke of publiekrechtelijke instelling. De minister heeft bij Besluit van 14 augustus 1990²³⁵ de bevoegdheid gedelegeerd aan De Nederlandsche Bank. De STE heeft de taak om samen met DNB de beleg-

232. De Wet op de effectenhandel bevat voorschriften op het gebied van openbare biedingen van effecten, het opstellen van deelnemingen, en de bemiddeling bij effectentransacties. De wet had als voornaamste doel het bestrijden van in Nederland uitgevoerde frauduleuze praktijken.

233. *Stcrt.* 27 oktober 2009, nr. 16072, Selectielijst van de Stichting Toezicht Effectenverkeer op het beleidsterrein Regulering & toezicht bank- en kredietwezen 1992-2002, p. 11.

234. De essentie van de wet is het verbieden om vanuit Nederland buiten een besloten kring aandelen of andere rechten van deelneming in een beleggingsinstelling aan te bieden, zonder dat hiervoor een vergunning is verleend.

235. *Stb.* 1990, 458.

gingsinstellingen aan te wijzen die onder het bereik van art. 6 lid 1 Wtb vallen en officieel toegelaten dienen te worden.

Nederland had begin jaren negentig een inhaalslag te maken ten aanzien van formele financiële wetgeving.²³⁶ In 1992 werd de Beurswet 1914 vervangen door de Wet toezicht effectenverkeer (Wte).²³⁷ In deze wet is benadrukt dat de verantwoordelijkheid voor het adequaat functioneren van effectenmarkten bij de overheid ligt. Het initiatief voor het opstellen van regelgeving kwam bij de overheid te liggen, maar met de wet werden de toezichhoudende taken overgedragen aan de STE. De Wte vormde het alomvattende wettelijke kader voor de financiële markten en bood de grondslag voor de bevoegdheid van de STE. De voornaamste doelstellingen waren het bevorderen van een goed functionerende effectenmarkt door bescherming van het vertrouwen van beleggers en spaarders in het financiële stelsel. Tevens werd een betere bescherming van spaarders en beleggers beoogd tegen malafide aanbiedingen, onkundig optreden en onvoldoende informatieverschaffing.²³⁸ De Wte was een kaderwet met regels op hoofdlijnen, de toezichtnormen werden ingevuld door de bepalingen uit het Besluit toezicht effectenverkeer en de Nadere regeling toezicht effectenverkeer (die door de STE zelf werd opgesteld). Vanaf juni 1993 waren effecteninstellingen verplicht om periodiek (wekelijks of maandelijks) opgave te doen van hun eigen vermogen en de middelen die zij beschikbaar hadden ter dekking van bepaalde risico's. Deze verplichting stond los van de verplichting om halfjaarcijfers te publiceren. De Richtlijn Beleggingsdiensten samen met andere Europese Richtlijnen die gericht waren op een verdere harmonisatie van de Europese markt leidde tot het wetsvoorstel Wte 1995.

Als belangrijke ontwikkelingen op het gebied van financieel toezicht in de jaren negentig golden de inwerkingtreding van de Wet identiteitsvaststelling bij financiële dienstverlening 1993 en de Wet melding ongebruikelijke transacties bij financiële dienstverleners 1993. Deze wetten waren gericht op het tegengaan van witwaspraktijken. De aanbevelingen van de Financial Action Task Force en de Europese Richtlijn van 10 juni 1991 tot voorkoming van financiële stelsels voor het witwassen van geld waren de belangrijkste katalysatoren voor de invoering van deze wetten. In het verlengde van deze wetten ligt de invoering van de strafbaarstelling van witwassen (art. 416, 417 en 417 bis Sr). Verdachte transacties dienden gemeld te worden bij het Meldpunt Ongebruikelijke Transacties. De STE was ook zijdelings betrokken bij de werkzaamheden van het meldpunt.

In september 1998 werd de wetwijziging Herijking van de Wte 1995 ingevoerd, hiermee werd een einde gemaakt aan zelfregulering van de financiële markten. Het wetsvoorstel vormde het sluitstuk van een geleidelijke overgang van zelfregulering door de AEX naar onafhankelijk publiekrechtelijk toezicht door de STE.²³⁹

236. De Vereniging voor effectenhandel stond sceptisch tegenover de invoering van meer formele wetgeving en tevens tegen de integratie van de Europese financiële markten (Jaarverslag STE 1991, p. 10).

237. Later vervangen door de Wet Toezicht Effectenverkeer 1995.

238. *Stcrt.* 27 oktober 2009, nr. 16072, Selectielijst van de Stichting Toezicht Effectenverkeer op het beleidsterrein Regulering & toezicht bank- en kredietwezen 1992-2002, p. 14.

239. Zie: Jaarverslag STE 1998 (1999), p. 29.

De wetswijziging bracht ook de implementatie van de Europese Richtlijn inzake Beleggingscompensatie. Hierdoor ontstond de wettelijke verplichting tot het invoeren van een beleggerscompensatiestelsel voor effecten(krediet)instellingen.²⁴⁰ In 1998 werden de informatiesystemen van de STE verder uitgebreid, waaronder een database met informatie over alle onder toezicht gestelde beleggingsinstellingen.²⁴¹ De Wte werd in 1999 wederom aangepast, ditmaal ten aanzien van het bestrijden van voorwetenschap, mede naar aanleiding van het HCS-arrest van de Hoge Raad.²⁴² Dit arrest had tot gevolg dat het voordeel criterium geschrapt werd, waardoor de handel met voorwetenschap in alle gevallen strafbaar werd. De invoering van de Nadere regeling toezicht effectenverkeer uit 1999 zorgde ervoor dat het volledige effectenverkeer onder toezicht van de STE viel. Er ontstond een grotere nadruk op de informatievoorziening van effecteninstellingen richting beleggers (met name op het gebied van reclame-uitingen en misleidende informatie). Deze ontwikkeling zorgde voor meer aandacht voor gedragstoezicht ter aanvulling op het controletoezicht. Eind jaren negentig was sprake van een aanzienlijke ontwikkeling van de kapitaalmarkt en een toename van de complexiteit van financiële producten. In het licht van deze ontwikkeling rees de vraag of sectorgewijs toezicht nog steeds de aangewezen toezichtvorm was. Het financieel toezicht in Nederland werd uitgevoerd door DNB, de Pensioen- en Verzekeringskamer en de STE. Om de toezichtstaken beter onderling af te stemmen werd op 1 augustus 1999 de Raad van Financiële Toezichthouders ingesteld. De STE kreeg vanaf mei 2000 een nieuwe organieke structuur, als gevolg van een wijziging in de bestuursstructuur in 1999.²⁴³ In 2000 werd binnen de STE eveneens een nieuwe integriteitsunit opgericht. Tevens ontstond voor de STE de bevoegdheid om (bestuurlijke) boetes op te leggen bij overtreding van bepalingen uit de Wte 1995 en de WMZ 1996.²⁴⁴

Een grote verandering en uitdaging voor het toezicht op de Nederlandse financiële sector was de fusie van de beurzen in Parijs, Brussel en Amsterdam in de beursorganisatie Euronext in 2000. De toezichthouders in drie landen moesten vanaf dat moment coördineren en overleggen. Op 1 januari 2002 trad de herijkte Nadere Regeling Wte 1999 (NR '99) in werking en op basis van deze regeling werd de STE toezichthouder voor de uitvoering door effecteninstellingen van de bepalingen uit de Wet melding ongebruikelijke transacties en de Wet identificatie bij dienstverlening. De Raad van Financiële Toezichthouders had in deze periode besloten, in het verlengde van de Nota Hervorming van het toezicht op de financiële marktsector,²⁴⁵ om een functioneel toezichtmodel tot stand te brengen, met het onderscheid tussen systeem, prudentieel en gedragstoezicht. De STE werd omgevormd van effectentoezichthouder naar gedragstoezichthouder en per 1 maart 2002 werd haar

240. Er zijn twee beleggerscompensatiestelsels opgesteld, een voor beleggingsinstellingen en een voor kredietinstellingen.

241. De verwerking van rapportages met financiële gegevens werd ook gemoderniseerd.

242. ECLI:NL:HR:1995:ZD1070.

243. Het aantal personeelsleden was toegenomen en er was een Raad van Toezicht STE ingesteld, benoemd door de Minister van Financiën.

244. In 1999 werd een convenant met het OM gesloten gericht op een systeem van 'una via', oftewel beboeting via de bestuursrechtelijke sanctieweg, of vervolging door het OM. In het kader van dit systeem zouden het OM en de STE elkaar over en weer op de hoogte gaan houden.

245. *Kamerstukken II* 2001/02, 28 122, nr. 2 (Nota Hervorming van het toezicht op de financiële marktsector).

naam veranderd in Autoriteit Financiële Markten. Vanaf dat moment viel het volledige gedragstoezicht op beleggingsinstellingen, banken en verzekeraars, en het toezicht op de informatievoorziening aan consumenten bij de AFM.

In 2004 is in Nederland het Twin Peaks-model ingevoerd, met DNB als prudentieel toezichthouder en de AFM als gedragstoezichthouder. In datzelfde jaar fuseerde DNB met de Pensioen- en Verzekeringskamer.²⁴⁶ Een toename in cross-sectorale handelspraktijken van individuele financiële instellingen, het ontstaan van grote financiële conglomeraten en de overvloed aan complexe cross-sectorale producten zijn de aanleiding voor deze kanteling van het toezicht: van sectoraal toezicht naar functioneel toezicht.²⁴⁷ In 2004 is ook het wetsvoorstel ingediend voor de wet inzake regels met betrekking tot de financiële markten en het toezicht daarop, de latere Wet op het financieel toezicht. Tot 1 januari 2007 waren de wetten en regels die golden voor financiële marktpartijen vastgelegd in zeven totaal sectorale wetten. Op 1 januari 2006 is de Wet financiële dienstverlening in werking getreden, waarin de Wet assurantiebemiddelingsbedrijf en de Wet op het consumentenkrediet waren opgenomen.²⁴⁸ In wezen verving de Wft per 1 januari 2007 met één wetgevingsproduct negen sectorale financiële wetten.²⁴⁹ De Nederlandse wetgever beoogde met de invoering van de Wft drie doelstellingen te bereiken: betere inzichtelijkheid, doelgerichtheid en marktgerichtheid.²⁵⁰ Joosen (2007) geeft aan dat de wetgevingsoperatie en invoering van de Wft vergelijkbaar is met de invoering van een boek uit het Burgerlijk Wetboek, echter de voorbereidingstijd betrof slechts vier jaren.²⁵¹ De uitgangspunten van de wetgeving — om zo min mogelijk vernieuwing te bevatten in de wet en de bij wet vastgestelde lagere regelgeving — is volgens Joosen nauwelijks bereikt. Er is met de Wft veel nieuwe wetgeving geïntroduceerd. Het kapitaalakkoord Bazel II en de MiFID-richtlijn hebben een ingrijpende invloed gehad op de materiële bepalingen van de Wft. Deze implementaties brachten administratieve lasten en complexiteit met zich, die beide niet in lijn zijn met de drie hoofd-doelstellingen van de wet.

Naast de normen waaraan financiële ondernemingen zich dienen te houden biedt de Wft voornamelijk de wettelijke grondslag van de taken en bevoegdheden van de twee financiële toezichthouders. DNB is de centrale bank van Nederland en heeft het monopolie op de uitgifte van bankbiljetten. Zij heeft tevens als taak het zorgen voor financiële stabiliteit van de Nederlandse financiële sector, zij is de prudentiële toezichthouder van de financiële sector. DNB is tevens verantwoordelijk voor het systeemtoezicht in Nederland. De soliditeit van individuele financiële in-

246. H. Prast & I. van Lelyveld, *New architectures in the regulation and supervision of financial markets and institutions: the Netherlands*, Working paper no. 21/2004, DNB: 2004.

247. Zie: L.J. Silverentand, 'Types of securities and the Statutory Framework applicable to securities', in: M.C.A. Nieuwenhuijzen (red.), *Financial Law in the Netherlands*, Alphen aan den Rijn: Kluwer Law International 2010, p. 23.

248. De Wet financiële dienstverlening, de Wet Toezicht effectenverkeer 1995, de Wet toezicht Kredietwezen 1992, de Wet toezicht Verzekeringsbedrijf 1993, de Wet melding zeggenschap in ter beurze genoteerde vennootschappen, de Wet natura-uitvaartverzekeraars en de Wet toezicht beleggingsinstellingen.

249. *Stb.* 2006, 475; zie ook: Vletter-Van Dort 2006, p. 1.

250. *Kamerstukken II* 2005/06, 29 708, nr. 3, p. 5.

251. B.P.M. Joosen, 'De invoering van de Wet op het financieel toezicht en het tweede Bazels kapitaalakkoord', *Onderneming en financiering* 2007-3, p. 14.

stellingen en van het financiële stelsel als geheel vormt de kerntaak van DNB.²⁵² Systeemtoezicht is gericht op het voorkomen dat financiële problemen van een financiële instelling overslaan naar andere instellingen.²⁵³ De toezichtstaak van DNB is gericht op het waarborgen dat financiële instellingen, waaronder banken, verzekeraars en pensioenfondsen over voldoende eigen vermogen beschikken. Tevens ziet DNB toe op het vereiste dat Nederlandse financiële instellingen een degelijke en integere bedrijfsvoering hebben. Dit aspect van het prudentieel toezicht is na de crisis uitgebreid, zodat hieronder ook de cultuur en het gedrag van financiële instellingen gerekend worden. Het uitgangspunt achter deze toezichtuitbreiding is dat prudentieel toezicht niet voldoende is, dat tekortkomingen op het gebied van cultuur en gedrag leiden tot problemen in de prudentiële sfeer.²⁵⁴ DNB is ook belast met de taak om te beslissen over de toelating van ondernemingen tot de financiële markten. De wettelijke basis voor de toezichtstaak van DNB is art. 1:14 lid 1 Wft.

De in 2002 opgerichte AFM oefende, als opvolger van de STE, oorspronkelijk toezicht uit op financiële instellingen die effecten uitgaven. Met de invoering van het 'Twin Peaks'-model is de AFM verantwoordelijk geworden voor het gedragstoezicht op de financiële markten. De bevoegdheid is gebaseerd op art. 1:25 lid 1 Wft, waarin geregeld is dat het toezicht is gericht op ordelijke en transparante marktprocessen, zorgvuldige behandeling van cliënten en zuivere verhoudingen tussen marktpartijen.²⁵⁵ Ook de AFM beslist over de toelating van financiële ondernemingen tot de financiële markten, dit op basis van art. 1:15 lid 2 Wft. Sinds de inwerkingtreding van de Wft in 2007 is er veel veranderd in de rol en bevoegdheden van de twee toezichthouders. Enerzijds is de rol recentelijk verkleind, omdat sinds 4 november 2014 het voornaamste deel van het toezicht op de zeven grootste Nederlandse banken is overgegaan naar de Europese Centrale Bank, dit in het kader van het gemeenschappelijke Europese Bankentoezicht (het Single Supervisory Mechanism).²⁵⁶ Het toezicht op de kleinere banken is wel bij DNB gebleven, inhoudelijk in lijn met het toezichtbeleid van de ECB. Het prudentieel en systeemtoezicht op de zeven grootste banken is overgegaan naar de ECB, maar het integriteitstoezicht voor de hele bancaire sector is wel bij DNB gebleven.²⁵⁷ In de Wft zijn sinds 2007 meerdere Europese richtlijnen geïmplementeerd, waarmee de taak en bevoegdheid van de toezichthouders is verruimd.²⁵⁸

252. DNB, *De financiële stabiliteitstaak van DNB*, Amsterdam: 2016, p. 5.

253. A. Vletter-Van Dort, *Wft – wonder of waanzin* (oratie), Erasmus: 2006, p. 2.

254. DNB, *Brochure gedrag en cultuur*, Amsterdam: 2015, p. 5.

255. Voor een nadere beschouwing over zorgvuldig gedrag in het licht van het financieel toezichtrecht, zie: K.W.H. Broekhuizen, 'Rechtsbeginselen van financieel toezicht', *RMThemis* 2016-6, p. 314.

256. ING Bank, ABN-AMRO, Rabobank, SNS Bank, BNG Bank, NWB Bank en RBS NV.

257. DNB, *Visie DNB Toezicht 2014-2018*, Amsterdam: 2014, p. 5-6.

258. Waaronder: de MiFID-richtlijn (2007), Richtlijn herverzekering (2008), Transparantierichtlijn (2008), Richtlijn betaaldiensten (2009), Anton Venetarichtlijn (2011), Finaliteitsrichtlijn (2011), Richtlijn consumptief krediet (2011), CRD II en III (2011), Richtlijn elektronisch geld (2011), Prospectusrichtlijn (2012), Richtlijn omnibus I (2012), Richtlijn solvabiliteit II (2012), AIFM Richtlijn (2013), Ficorichtlijn I (2013), CRD IV (2014), Richtlijn Omnibus II (2015), Transparantierichtlijn (2016), Herziening icbe richtlijn (2016), Richtlijn hypothecair krediet (2016). Zie ook: Ministerie van Financiën, *Herziening van de Wft: verkenning*, Den Haag: 2016, p. 34-35.

Een aantal ontwikkelingen heeft ertoe geleid dat DNB haar rol en verantwoordelijkheid als toezichthouder heeft herzien. De Europese Bankenunie (voornamelijk het SSM), Bazel III en de nationalisatie van SNS Reaal hebben alle bijgedragen aan nieuwe en aangescherpte doelstellingen van DNB. De doelstellingen die DNB geformuleerd heeft voor de periode 2014 tot 2018 zijn voornamelijk gericht op het vergroten van vertrouwen in banken.²⁵⁹ Een nadruk ligt op het vergroten van de integriteit van de cultuur, een beheerst beloningsbeleid tot stand brengen evenals een duurzaam verdienmodel.²⁶⁰ Een overkoepelend thema is de doelstelling dat banken minder complexe producten aanbieden en zelf ook minder complex zijn geworden.²⁶¹ Tevens dient het risicobeheer en de compliance functie te worden verbeterd. Vanuit prudentieel en systeemtoezicht bekeken wil DNB dat banken hun kapitalisatie in lijn brengen met de eisen uit Bazel III/CRD IV en dat daarmee de financiële weerbaarheid wordt vergroot. Een afname van de complexiteit van financiële instellingen en de sector als geheel, in combinatie met de nieuwe Europese afwikkelingmethodes en interventie-instrumenten dient ertoe te leiden dat het fenomeen ‘Too big to fail’ succesvol bestreden wordt.²⁶² Vanaf 1 januari 2015 is DNB de nationale resolutieautoriteit voor de kleinere nationale banken en de Single Resolution Board voor de grootste zeven Nederlandse banken. Het uitgangspunt is dat de belastingbetaler niet meer betaalt voor ‘bail outs’ van noodlijdende banken, maar dat het instrument ‘bail in’ wordt gehanteerd.²⁶³ De aandeelhouders en crediteuren van de bank en de bankensector dragen in dat scenario de schade als gevolg van een falende bank.²⁶⁴

Ook de AFM heeft in deze periode het toezicht herijkt en nieuwe prioriteiten geformuleerd.²⁶⁵ Het hoofdthema is het bevorderen van eerlijke en transparante financiële markten en een bijdrage leveren aan de stabiliteit van het financiële stelsel. Dit hoofdthema laat zich onderverdelen in drie sub-thema’s: i) eerlijke en zorgvuldige financiële dienstverlening; ii) eerlijke en efficiënte kapitaalmarkten en iii) een bijdrage aan de stabiliteit van het financiële stelsel.²⁶⁶ Een opmerkelijk verschil met de doelstelling van DNB over deze periode is dat de AFM aangeeft dat het ‘versterken van vertrouwen’ geen onderdeel meer uitmaakt van de omschrijving van de missie. Dit wordt gezien als de verantwoordelijkheid van de sector zelf en tevens een aspect dat op gespannen voet staat met de toezichthoudende rol, waarin boetes en lasten onder dwangsom worden opgelegd.²⁶⁷ De verschuiving in de taakopvatting van de financiële toezichthouders heeft ertoe geleid dat een grotere inmenging plaatsvindt in de interne governance van financiële instellingen. Dit werpt de vraag op hoe de verhouding geregeld is tussen de interne en externe toezichthouders van financiële instellingen. De keuze voor bestuurders (en het oordeel over de betrouwbaarheid en geschiktheid), het beloningsbeleid, de strategie,

259. DNB, *Visie DNB Toezicht 2014-2018*, Amsterdam: 2014, p. 8.

260. Idem, p. 8 e.v.

261. Idem, p. 9 e.v.

262. Idem, p. 9; over ‘Too big to fail’, zie ook: Broekhuizen 2016, p. 37; Kastelein 2014, p. 22.

263. Over de werking van de bail-in zie: Kastelein 2014, p. 129-133.

264. Zie ook: A.D.S. Hoeblal & J.J.A. Wiercx, ‘Bail-in: over de (wettelijke) beperking van rechten van crediteuren’, in: *Maandblad voor Vermogensrecht* 2013-10, p. 269 e.v.

265. AFM, *Toezicht in tijden van verandering, agenda 2016-2018*, Amsterdam: 2016, p. 21.

266. Idem, p. 20 e.v.

267. Idem, p. 21.

de financieringsconstructies, productontwikkeling, fusies en overnames en dividenduitkeringen zijn aspecten die traditioneel gezien voornamelijk behoren tot de interne bedrijfsvoering van ondernemingen. Op al deze gebieden hebben de toezichthouders inmiddels beleidsdoelen vastgesteld.²⁶⁸ Deze ontwikkeling werpt fundamentele vragen op ten aanzien van de juridische basis van deze verruimde toezichtsbevoegdheid. Tevens is een analyse geboden van de grenzen van financieel toezicht, zoals gesteld door nationale en Europese wet- en regelgeving. Hoe verhoudt het prudentieel toezicht, systeemtoezicht en gedragstoezicht, waarvan de basis in de Wft ligt, zich met de daadwerkelijke invulling van deze toezichtrollen in de praktijk, nu een nadruk is komen te liggen op cultuur en gedrag, en wat is de verhouding met de interne autonome corporate governance structuren van financiële instellingen?²⁶⁹

In de periode tussen de invoering van het functionele toezichtmodel en de invoering van de Wft in 2007 hadden zowel de AFM als DNB een claim op het toezicht op de corporate governance van financiële instellingen.²⁷⁰ Omdat corporate governance zowel raakt aan het gedragstoezicht van de AFM als aan het integriteitstoezicht van DNB is een onderzoek naar de grenzen van financieel toezicht en de afbakening van de taak en bevoegdheid van de financiële toezichthouders daardoor geboden. Op welke wijze kan de toezichtstaak gekwalificeerd worden en hoe verhoudt zich de invulling van deze taak met de oorspronkelijke opstelling en doelstellingen van de Wft anno 2007? Ten aanzien van de inzichtelijkheid diende de Wft een helder overzicht te geven van de samenhang en verschillen tussen de normen die voor de financiële sector gelden. Een splitsing van een algemeen deel en bijzondere delen, een clustering van samenhangende onderwerpen. Buiten een inzichtelijke structuur werd gekozen voor een eenduidig en consistent begrippenkader en een heldere indeling van de niveaus van regelgeving en de bevoegdheidsverdeling tussen de minister en de toezichthouders.²⁷¹ Een duidelijke splitsing van de toezichtstaken in het Algemeen deel van de Wft en de bijzondere (tot financiële instellingen gerichte) bepalingen in de bijzondere delen zouden de doelgerichtheid van de Wft moeten vergroten. Bestaande regels hebben een hercodificatie ondergaan, of zijn oorspronkelijke bepalingen, gericht op enerzijds gedragsaspecten en anderzijds prudentiële aspecten van het financieel toezicht.²⁷² Thans heeft de Wft een structuur met zeven delen en drie bijlagen, aangevuld met algemene maatregelen van bestuur, ministeriële regelingen en besluiten.²⁷³

268. DNB, *Gedrag en cultuur in de Nederlandse financiële sector*, Amsterdam: 2015; Regeling van de Nederlandse Bank N.V. van 21 juli 2014 houdende regels met betrekking tot het beheerst beloningsbeleid van financiële ondernemingen (Regeling beheerst beloningsbeleid Wft 2014).

269. Langevoort (2017) stelt dat cultuur van groot belang is in het kader van compliance, de regulering van compliance en cultuur speelt zich af op het snijvlak tussen publieke en private regulering. Corporate governance alleen is volgens Langevoort niet toereikend voor het tot stand brengen van een gewenste attitude, maar de regulering van de cultuur van ondernemingen door de overheid en toezichthouders roept vragen op ten aanzien van legaliteit en rechtvaardiging. Deze discussie is volgens Langevoort nog niet beslecht. (Zie: D.C. Langevoort, 'Cultures of compliance', *Georgetown Law Faculty Publications and other works* 2017, p. 977.)

270. Vletter-Van Dort 2006, p. 16.

271. *Kamerstukken II* 2003/04, 29 708, nr. 3 (MvT Wft).

272. *Idem*, p. 4.

273. Deel 1 is het algemene deel en bevat de definities van de Wft, de taakstellingartikelen van de AFM en DNB, de verhouding tussen de toezichthouders en de Minister van Financiën, deel 2 regelt de

De doelstelling marktgerichtheid uit zich voornamelijk in de wens om de concurrentiekracht van de Nederlandse financiële sector te vergroten. De nieuwe wetgeving diende bij te dragen aan een 'level playing field'. De wetgever beoogde een juridisch systeem tot stand te brengen waarin op nationaal, internationaal en cross-sectoraal niveau gelijke gevallen op een gelijke wijze behandeld werden.²⁷⁴ Een vermindering van administratieve lasten en toezichtkosten werd bij de totstandkoming van de Wft ook beoogd. Een toename van de rechtszekerheid van onder toezicht staande instellingen werd eveneens beoogd. In de MvT valt te lezen:

'Voor financiële ondernemingen moet op elk moment duidelijk kunnen zijn wat er op grond van de toezichtwetgeving van hen wordt verwacht.'²⁷⁵

De Minister van Financiën was en is verantwoordelijk voor de institutionele toezichtstructuur en daarmee de wet- en regelgeving die ten grondslag ligt aan het financiële toezicht en ook voor de besteding van publieke middelen in het geval van een crisis. Het toezicht van DNB valt uiteen in microprudentieel en macroprudentieel toezicht. Het microprudentieel toezicht behelst het verzamelen en beoordelen van informatie van ondertoezichtgestelde instellingen, beslissen over toegang tot de financiële markten, het tegengaan van praktijken door illegale instellingen en het informeren van instellingen en de maatschappij over het toezicht. In de periode 2006-2010 was het toezicht van DNB risico-georiënteerd,²⁷⁶ wat betekent dat toezichtmiddelen worden ingezet daar waar de risico's het grootst worden geacht. Dit echter na correctie door interne beheersmaatregelen.²⁷⁷

Niet lang na de invoering van de Wft brak de financiële crisis uit en werd het nieuwe Nederlandse toezichtstelsel nadrukkelijk op de proef gesteld. De oorzaken waarom Nederland in een financieel-economische crisis belandde waren driedelig: Nederland had een fragiele financiële sector, die hard geraakt werd door problemen op de mondiale financiële markten en op de binnenlandse huizenmarkt. De activakant van Nederlandse banken werd zwaar geraakt vanwege blootstelling aan financiële problemen in andere landen. Een voorbeeld waren de investeringen van ING in de Amerikaanse hypotheekpakketten. Aan de passiva-kant maakten Nederlandse banken op grote schaal gebruik van kortlopende leningen op de internationale geldmarkten. Toen deze markten in de problemen kwamen had dit een negatieve impact op Nederlandse banken. Het eigen vermogen van banken in de periode in aanloop naar de crisis was laag, waardoor nauwelijks de mogelijkheid bestond om schokken op te vangen. Deze problemen leidden ertoe dat Fortis en ABN-AMRO genationaliseerd moesten worden en andere instellingen financiële steun moesten

markttoegang van financiële ondernemingen en deel 3 regelt het prudentieel toezicht op financiële ondernemingen.

274. Een vierde doelstelling zou derhalve hebben kunnen luiden dat de Wft moest leiden tot een meer rechtvaardig toezicht.

275. *Kamerstukken II 2003/04, 29 708, nr. 3 (MvT Wft)*, p. 4.

276. DNB, *Visie DNB Toezicht 2006-2010*, Amsterdam: 2006, p. i.

277. Algemene Rekenkamer, *Het systeem van toezicht op de stabiliteit van financiële markten*, Den Haag: 2009.

krijgen, waaronder een kapitaalinjectie van 10 miljard in ING.²⁷⁸ De problemen op de Nederlandse hypotheekmarkt hebben ook schade veroorzaakt voor Nederlandse banken, hypotheekleningen vormen een grote post op de balansen van banken. Een tweede reden waarom de Nederlandse economie zwaar getroffen werd was de teruggelopen vraag en internationale handel. Banken spelen een grote rol bij het faciliteren van handel en problemen in de financiële sector hebben een direct effect op de productie en export van goederen. Een derde reden was de afname van de Nederlandse consumptie. Een afgenomen vertrouwen, hoge hypotheekschulden, verminderende huizenprijzen en toegenomen werkloosheid zijn de voornaamste aspecten hiervan.²⁷⁹

Het prudentieel toezicht in aanloop naar de crisis was voornamelijk gericht op de individuele stabiliteit en financiële gezondheid (solvabiliteit, liquiditeit) van financiële instellingen. Het toezicht van DNB was ook gericht op de stabiliteit van het financiële stelsel als geheel en het voorkomen van systeemrisico, maar heeft niet adequaat geanticipeerd op de omvang en ernst van de systeemrisico's die zich tijdens de crisis openbaarden.²⁸⁰ De kapitaaleisen die golden voor Nederlandse financiële instellingen waren gebaseerd op Bazel II, later is onderkend dat deze ontoereikend waren en niet voldoende buffers gaven. Het toezicht van DNB op het risicomanagement was in aanloop naar de crisis ook gebaseerd op oudere modellen. In 2009 stelde de Algemene Rekenkamer dat het toezicht van DNB in de jaren voorafgaande aan de crisis onvoldoende was gericht op de stabiliteit van het financiële systeem als geheel. Een reden hiervoor was dat in de wet- en regelgeving dit aspect onderbelicht was gebleven. De onderliggende veronderstelling was dat de stabiliteit van het systeem geen problemen zou geven als er voldoende toezicht zou worden gehouden op de stabiliteit van individuele instellingen.²⁸¹ Sinds 2008 is een grotere nadruk op macroprudentieel gekomen, mede door de oprichting van een European Systemic Risk Board in 2010 en een uitbreiding van het mandaat en ledenaantal van de Financial Stability Board in 2009. DNB stelde in 2010 dat een toegenomen nadruk op financiële stabiliteit, door strengere kapitaaleisen, en meer gedetailleerde en strenger toezicht op risicomanagement niet voldoende is.²⁸² Er dient eveneens meer aandacht te zijn voor de integriteit in de financiële sector, de interne governance van ondernemingen en het gedrag en cultuur. Het toezicht dient een laag dieper te gaan dan het reguleren van solvabiliteit, liquiditeit, klassiek risicomanagement en de controle van handelspraktijken.²⁸³

278. Zie ook: J. Blom, 'De politieke economie van het financiële systeem: het spel van markt, macht en crises', in: J. Blok (red.), *De kredietcrisis, een politiek economisch perspectief*, Amsterdam: Amsterdam University Press 2010, p. 11 e.v.

279. Zie: B. Stellinga, *Europese financiële regulering voor en na de crisis – working paper*, Wetenschappelijke raad voor het overheidsbeleid, Den Haag: 2015, p. 54-55, met verwijzing naar: M. Masselink & P. van den Noord, 'The global financial crisis and its effects on the Netherlands', *ECFIN Country Focus* 6 2009, p. 1-7; Commissie de Wit, *Verloren krediet*, Den Haag: Sdu Uitgevers 2010; M. Chang & E. Jones, 'Belgium and the Netherlands: impatient capital', in: I. Hardie & D. Howarth (red.), *Market-based banking & international financial crisis*, Oxford: Oxford University Press 2013, p. 79-102; Sociaal Economische Raad, *De Nederlandse economie in stabiel vaarwater*, Den Haag: SER 2013.

280. *Kamerstukken II* 2011/12, 31 980, nr. 61 (rapport Commissie De Wit).

281. Algemene Rekenkamer, *Het systeem van toezicht op de stabiliteit van financiële markten*, Den Haag: 2009.

282. DNB, *Thema Toezicht 2010*, Amsterdam: 2010, p. 6.

283. K. Cools & J. Winter, 'External and internal supervision: how to make it work', in: J. Kellerman et al. (eds.), *Financial supervision in the 21st century*, Berlin: Springer-Verlag 2013, p. 135.

De hervormingen in het Nederlandse financiële toezicht zijn niet los te zien van de Europese en mondiale ontwikkelingen op dit terrein. Toen de crisis in 2008 losbrak bestonden er in Europa 27 verschillende reguleringssystemen voor banken. Dit betroffen voornamelijk nationale regelingen met minimale regulering op Europees niveau. De diverse en onderling niet afgestemde financiële regulering was niet toereikend om de ernstige gevolgen van de financiële crisis, voornamelijk de systeemproblemen, te beantwoorden. De Europese Commissie is naar aanleiding van de crisis tot het inzicht gekomen dat een meer veilig en stabiele financiële sector in Europa gecreëerd diende te worden. Banken die failliet gaan bleken een bedreiging te vormen voor de euro en voor de landen in de eurozone. De nationale initiatieven gericht op het bestrijden van financiële fragiliteit waren ontoereikend gebleken. De internationale hervormingsagenda was gericht op het strenger maken van de kapitaaleisen en verbeteren van de kwaliteit van het eigen kapitaal en het absorberend vermogen en het verlagen van leverage. In de politiek en wetenschap is onderkend dat de kapitaaleisen uit het Bazel II-akkoord niet toereikend waren en in Bazel III is derhalve gekozen voor strengere eisen. Ten opzichte van het tweede Bazel-akkoord zijn twee nieuwe buffers geïntroduceerd: een ‘capital conservation buffer’ (waarmee uitkeringen geblokkeerd worden als het eigen vermogen te laag is) en een ‘counter-cyclical buffer’ die gericht is op het beperken van het uitgeleende bedrag van banken in een ‘market boom’, om daarmee te voorkomen dat banken met enorme verliezen worden geconfronteerd bij een ‘credit-bust’. Een leverage-ratio is geïntroduceerd die een minimum verlies-absorberend eigen vermogen verplicht stelt ten opzichte van alle assets en ‘off-balance sheet exposures’ van een bank.²⁸⁴

De kapitaaleisen van het Bazel III-akkoord zijn overgenomen in de Europese ‘Capital Requirements Directive’ en ‘Capital Requirements Directive’ (het CRD IV-pakket).²⁸⁵ Samen met de ‘Bank Recovery and Resolution Directive’ en de ‘Deposit Guarantee Schemes Directive’ vormt het CRD IV-pakket de juridische basis van de Europese Bankenunie. Er zijn meerdere katalysatoren geweest voor het oprichten van de Bankenunie. De G20-verklaring ‘Strengthening the financial system’ van april 2009 was een roep om strengere liquiditeitsbuffers en lagere leverage-ratios.²⁸⁶ Het rapport van de De Larosière groep van februari 2009 stelde een sterk geharmoniseerd pakket regels voor de Europese Unie voor.²⁸⁷ Een eenduidige set regels die de basis zou moeten vormen voor een nieuw Europees toezichtstelsysteem. De Bankenunie heeft gestalte gekregen in het Single Rulebook.²⁸⁸ Op grond van het Single

284. Directive 2013/36/EU of the European Parliament and of the council of 26 June 2013 on access to the activity of credit institutions and the prudential supervision of credit institutions and investment firms, amending Directive 2002/87/EG and repealing Directives 2006/48/EC and 2006/49/EC (CRD), Regulation No 575/2013 of the European Parliament and of the Council of 26 June 2013, on prudential requirements for credit institutions and investment firms amending Regulation (EU) No 648/2012 (CRR).

285. Dit proces wordt uitgebreid beschreven in hoofdstuk 4.

286. G20 Leaders, *Declaration on strengthening the financial system – London summit*, 2 April 2009, p. 2-3; The High-level group on financial supervision in the EU, *Report*, Brussels 25 February 2009, p. 27.

287. Te raadplegen via: http://ec.europa.eu/internal_market/finances/docs/de_larosiere_report_en.pdf.

288. Voor nadere informatie zie: <http://www.eba.europa.eu/regulation-and-policy/single-rulebook>.

De doelstellingen van de Bankenunie zijn:

- Versterking van de kapitaal- en liquiditeitsratio's van banken.
- Bevorderen van effectief overzicht en toezicht van de financiële sector.

Supervisory Mechanism is de Europese Centrale Bank de supranationale Europese toezichthouder geworden van de 120 grootste Europese banken. De afwikkeling van failliete banken vindt plaats op grond van de regelingen uit het Single Resolution Mechanism (wat een effectieve afwikkeling van falende banken beoogt te bewerkstelligen, door gebruik te maken van een Single Resolution Fund (wat bekostigd wordt door de sector zelf in plaats van belastingbetalers)).

De kapitaalrichtlijn²⁸⁹ is gebaseerd op art. 53(1) van het VWEU-Verdrag. De regels die een sterke band met het nationale recht dienen te houden, of die minder descriptief van aard zijn worden door de Richtlijn bepaald. Dit zijn niet de kernbepalingen uit het Single Rulebook, maar reguleren: 1) het prudentieel toezicht (van de niet-systeemrelevante banken), 2) kapitaalbuffers, 3) corporate governance, 4) sancties, 5) starten en voortzetten van bedrijvigheid in de financiële sector, 6) de vrijheid van vestiging en verplaatsing binnen de EU.²⁹⁰ De kapitaalverordening²⁹¹ bevat gedetailleerde en descriptieve bepalingen die het Single Rulebook vormen en daarmee de supranationale juridische basis van de Bankenuunie. De regels in de verordening zijn gericht op het functioneren van de markten en het bevorderen van stabiliteit met een bijzondere aandacht voor investeerders en spaarders. De verordening is gebaseerd op art. 114 VWEU. De richtlijn diende in nationale rechtstelsels te worden geïmplementeerd, de verordening heeft echter directe werking. De onderwerpen die in de regulering zijn geregeld zijn: i) kapitaal, ii) liquiditeit, iii) leverage, iv) counter party credit risico, v) grote risicovolle blootstelling, vi) disclosure verplichtingen.²⁹²

Het Nederlandse financiële toezicht is sterk vervlochten met het Europese toezicht-systeem. De ECB oefent het prudentieel toezicht uit op de grootste Nederlandse banken en de wetgeving en toezichtprioriteiten worden in toenemende mate bepaald door Europese instanties. Wanneer sprake is van regelverdichting en overregulering dan kan de effectiviteit van de naleving en het bewerkstelligen van doelen onder druk komen staan. Er kan tevens sprake zijn van 'regulatory arbitrage' het uitwijken naar regionen waar de regeldruk lager is.²⁹³ Nederland is vooruitstrevend ten aanzien van de regulering van de nationale financiële sector. Een complex wetgevingsproject als de Wft bestond in deze vorm niet eerder. De eisen die aan de nationale financiële ondernemingen worden gesteld ten aanzien van bonusplafonds, samenstelling van de raden van bestuur, rapportering aan de toezichthouders

-
- Een vermindering van de afhankelijkheid van rating-bureaus.
 - Een Single Rulebook met onder meer bepalingen over beloning.
 - Een einde maken aan het fenomeen 'too big to fail'.
 - De risico's van schaduwbankieren aanpakken.
 - Effectieve ontwikkelingsmechanismen introduceren die spaarders beschermen.
 - Meer veilige en transparante financiële markten.
 - Het voorkomen en straffen van marktmisbruik.

289. Directive 2013/36/EU, te raadplegen via:

<http://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TEXT/?qid=1502826976637&uri=CELEX:32013L0036>.

290. European Commission Memo 13-690, Capital Requirements — CRD IV/CRR — FAQ, 16 July 2013, p. 7.

291. Regulation No 575/2013, te raadplegen via: <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TEXT/?uri=celex%3A32013R0575>.

292. Idem, p. 7.

293. Zie ook: E. Gerding, *Law, bubbles and financial regulation*, London: Routledge 2013, p. 240 e.v.

zijn streng.²⁹⁴ Het verleden heeft uitgewezen dat een cyclisch patroon van regelin-tensivering en deregulering een negatieve uitwerking heeft op de stabiliteit en ge-zondheid van financiële sectoren, het werkt bubbels en crises in de hand.²⁹⁵ Echter, nu de economische en financiële gevolgen van de crisis grotendeels achter de rug zijn is een punt van bezinning gekomen. De omvang van het financiële toezichtrecht is dusdanig groot dat het risico bestaat dat naleving een formele aangelegenheid wordt, omdat de materiële normen en doelen ondergesneeuwd zijn geraakt in ge-detailleerd uitgewerkte bepalingen. De Wft en aanverwante wetgeving hebben een ‘principle-based’ structuur, maar de Europese wetgeving is in hoge mate ‘rule-based’, hier is sprake van een spanningsveld, omdat de Europese wetgeving geïm-plementeerd moet worden. De Europese wetgeving die direct in de Nederlandse rechtsorde doorwerkt, zoals de Capital Requirements Regulation, kan ook op ge-spannen voet staan met de structuur en uitgangspunten van de Nederlandse financiële toezichtwetgeving. Voor de crisis werd in de EU voornamelijk gebruik gemaakt van de richtlijn als wetgevingsinstrument voor de regulering van financieel toezicht. Na de crisis wordt in 80% van de gevallen gekozen voor een verordening. Deze verschuiving heeft ingrijpende gevolgen voor de structuur en systematiek van het nationale financiële toezichtrecht aangezien regelmatig gekozen zal moeten worden voor een zogeheten ‘carve out’, een proces waarbij ruimte gecreëerd wordt in het nationale systeem voor de direct doorwerkende verordening.

De doelstelling van het financiële toezichtrecht is het bevorderen en bewaken van de stabiliteit en integriteit van het financiële stelsel en het vertrouwen dat de consumenten in de ondernemingen en markten hebben. Gegeven het internatio-nale karakter van finance kunnen deze doelen slechts beperkt bereikt worden binnen de eigen landsgrenzen. Financiële ondernemingen zijn actief op internatio-nale financiële markten en de aandeelhouders zijn ook in grote mate internationale investeerders. De risico’s en gevaren voor de stabiliteit kunnen hun oorsprong vinden buiten het bereik en de invloed van nationale toezichthouders. Als een grote Europese bank (bijvoorbeeld in Frankrijk of Duitsland) failliet zou gaan dan is het mogelijk dat de grote Nederlandse universele banken acuut in gevaar komen. Hetzelfde geldt voor een mogelijk faillissement van een Europese lidstaat. Op deze catastrofale gebeurtenissen valt alleen te anticiperen als de schokbestendigheid van financiële instellingen toereikend is. De wetgevingshandelingen die eisen ten aanzien van kapitaal, liquiditeit en leverage hebben gereguleerd, hebben op het Europese niveau gestalte gekregen. Dit is een inperking van de mate waarin een Europese lidstaat invulling kan geven aan de prudentiële doelstellingen gericht op het voorkomen van systeemrisico’s en toekomstige crises. Na de crisis werd gecon-cludeerd dat de kapitaaleisen van Basel II niet toereikend waren, in het belang van de Nederlandse en Europese financiële sector is te hopen dat deze conclusie nooit ten aanzien van de eisen uit Basel III getrokken hoeft te worden.

294. Wet beloningsbeleid financiële ondernemingen, Wet van 28 januari 2015, *Stb.* 2015, 45.

295. Gerding 2013, p. 8 (‘The regulatory instability hypothesis’).

Hoofdstuk 3

Een paradigmaverschuiving ten aanzien van financiële corporate governance

3.1 Doelstellingen van corporate governance in financiële instellingen

Corporate governance reguleert in beginsel de verhouding tussen actoren binnen een vennootschap, in het bijzonder de aandeelhouders, bestuurders en commissarissen. Corporate governance kreeg in eerste instantie gestalte in gedragscodes die het resultaat waren van zelfregulering. Door de formulering van principes en best practices wordt uiting gegeven aan de wenselijke opvattingen over goed ondernemingsbestuur. In de Nederlandse jurisprudentie is onderkend dat de Corporate Governance Code een uiting geeft aan de in Nederland heersende opvattingen over goed ondernemingsbestuur.²⁹⁶ Het handelen van het bestuur, de commissarissen en aandeelhouders van ondernemingen wordt in de NCGC genormeerd, naast de bepalingen uit de formele wet- en regelgeving. De regulering van ondernemingsbestuur in Nederland is derhalve een mengvorm van publiekrecht en privaatrecht. De code is tot stand gekomen op initiatief van publieke en private partijen en de code wordt gemonitord door een private partij met een mandaat en financiering van de overheid.²⁹⁷ De code heeft tevens een wettelijke verankering gekregen, de code is namelijk aangemerkt als gedragscode in de zin van art. 2:391 lid 5 BW. Beursgenoteerde bedrijven dienen in hun jaarverslag melding te maken van de naleving van de principes en best practices uit de code. Volgens Van Schilfgaarde vormt de introductie van de NCGC en de wijze waarop deze wettelijk is verankerd een nieuwe vorm van recht in het vennootschapsrecht.²⁹⁸ De code wordt nageleefd via het gebruik van het 'pas toe of leg uit'-beginsel. De principes van de NCGC dienen beschouwd te worden in samenhang met internationale, Europese en nationale formele wet- en regelgeving, jurisprudentie en codes.²⁹⁹ De code is zelf echter geen bron van recht en de principes zijn geen rechtsregels, maar worden wel gebruikt om open normen in het recht invulling te geven. Als er een overlap bestaat tussen bepalingen uit de NCGC en formele of materiële wetgeving, dan hebben de wettelijke bepalingen voorrang. De principes kunnen gezien worden als complementair aan de wettelijke bepalingen en als een nadere specificering van de normen die daarin zijn uitgewerkt. De bepalingen uit de NCGC hebben niet direct aanleiding gegeven om het Nederlandse vennootschapsrecht aan te passen, dit in tegenstelling tot een ontwikkeling in het financiële recht.

Vanaf 2004 geldt de NCGC ook voor Nederlandse banken, echter tijdens de financiële crisis ontstond de wens om een gedragscode op te stellen specifiek gericht op de

296. HR 13 juli 2007, ECLI:NL:HR:2007:BA792, NJ 2007/434 (ABN/AMRO); zie ook: Memelink 2010, p. 43.

297. De Monitoring Commissie Code Governance.

298. Van Schilfgaarde 2009, p. 42; zie ook: Nelemans 2013, p. 28.

299. Monitoring Commissie Corporate Governance, *De Nederlandse Corporate Governance Code*, Den Haag: 2016, p. 8.

governance van banken.³⁰⁰ Een belangrijke overweging hiervoor is het uitgangspunt dat corporate governance van banken wezenlijk verschilt van niet-banken.³⁰¹ De Code Banken is de Corporate Governance Code die in 2010 is geïntroduceerd als een op het bestuur van banken toegespitste gedragscode. De code is opgesteld door de Nederlandse Vereniging van Banken als reactie op het advies uit het rapport 'Naar herstel van vertrouwen', dat werd opgesteld door de Adviescommissie Toekomst Banken. Een belangrijk verschil met de NCGC betreft de nadruk op verbetering en aanscherping van het risicomanagement en het centraal stellen van het klantbelang.³⁰² De Code Banken 2010 bevat ook specifieke bepalingen gericht op het vaststellen van de risicobereidheid en op productgoedkeuringsprocessen.³⁰³ Dit zijn aspecten van de bedrijfsvoering van banken die nadrukkelijker aandacht krijgen na de financiële crisis. De Code Banken is geïntroduceerd om banken te committeren en verantwoording te laten afleggen over het zorgvuldig behandelen van hun klanten en het maken van een zorgvuldige afweging tussen de belangen van de verschillende stakeholders.³⁰⁴ Veel principes en best practices uit de Code Banken 2010 op het gebied van het functioneren van de bestuurders en commissarissen, het risicomanagement, audit en het beloningsbeleid zijn na 2010 in formele wetgeving verwerkt.³⁰⁵

De NCGC en de Code Banken hebben zelf geen bepalingen die betrekking hebben op de juridische gevolgen van niet-naleving. Het niet naleven van de corporate governance codes wordt niet met sancties bedreigd. Onderzoek van SEO Economisch onderzoek (2012) wijst uit dat in het Verenigd Koninkrijk, Duitsland en Italië de regulering van ondernemingsbestuur ook een combinatie is van publieke en private regulering. In Ierland, Frankrijk en Zweden is het pure private regulering en in de Verenigde Staten publieke regulering. De monitoring van de naleving van corporate governance regulering wordt in Duitsland, Frankrijk, Italië en het Verenigd Koninkrijk, net als Nederland, uitgeoefend door organisaties met publieke en private kenmerken, terwijl in Ierland en Zweden een private organisatie met de monitoring is belast en in de Verenigde Staten vindt monitoring plaats door een overheidsinstelling. Supervisie en sanctionering vindt in Nederland, Duitsland, Frankrijk en Zweden niet plaats. Ierland kent een private supervisor, het Verenigd Koninkrijk een publiek/private supervisor en de Verenigde Staten en Italië een supervisor van overheidswege.³⁰⁶

Een eenduidige theorie van corporate governance valt niet te geven. Sinds de ontwikkeling van de principal-agent theorie van Jensen en Meckling (1976)³⁰⁷ zijn er

300. Adviescommissie Toekomst Banken, *Naar herstel van vertrouwen*, Amsterdam: 2009, p. 7 e.v.

301. A. Kokkinis, 'A primer on corporate governance in banks and financial institutions: are banks special', in: I. H-Y Chiu, *The law on corporate governance in banks*, Cheltenham: Edward Elgar Publishing Limited 2015, p. 37.

302. Adviescommissie Toekomst Banken 2009, p. 11 e.v.

303. Idem, p. 18.

304. Nederlandse Vereniging van Banken, *Code Banken 2010*, Amsterdam: 2010, p. 15-16.

305. Nederlandse Vereniging van Banken, *Code Banken 2015*, Amsterdam: 2015, p. 3.

306. SEO Economisch Onderzoek, *Het Nederlandse stelsel van corporate governance code en monitoring*, Amsterdam: 2012, p. 33-64.

307. M.C. Jensen & W.H. Meckling, 'Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure', *Journal of Financial Economics*, Vol. 3, 1976, p. 305-360.

nog drie andere theorieën over corporate governance ontwikkeld. Galle (2012)³⁰⁸ heeft de vier gangbare theorieën over corporate governance vergeleken en uiteengezet.³⁰⁹

1) In het principal-agent model brengt de scheiding van eigendom en bestuur problemen met zich mee, aangezien de aandeelhouders (principals) afhankelijk zijn van de besluitvorming van de bestuurders (agents). De belangen en doelstellingen van de aandeelhouders komen op punten niet overeen met de belangen van de bestuurders. Aandeelhouders zijn gericht op een maximale 'return on investment', zowel ten aanzien van de waarde van hun aandelen alsook het dividend, terwijl bestuurders hoge salarissen, bonussen of sociale status nastreven. De klassieke agency theorie richt zich op een maximalisatie van de belangen van aandeelhouders en het beteugelen van opportunisme door bestuurders. Deze verschillen tussen de belangen van aandeelhouders en bestuurders worden vaak nog verder benadrukt door een informatie-asymmetrie. Bestuurders beschikken over meer informatie dan aandeelhouders. Bestuurders kunnen deze informatie benutten om beslissingen te nemen die in hun belang zijn en mogelijk strijdig zijn met het belang van aandeelhouders. Problemen in de principal-agent sfeer dienen tot een minimum beperkt te worden, in het belang van de onderneming. Er zijn meerdere oplossingen mogelijk die principal-agent problemen kunnen verkleinen:

a) aandeelhouderschap door bestuurders (skin in the game); b) verplichte informatie-uitwisseling tussen het bestuur en de aandeelhouders; c) sterkere contractuele afspraken tussen het bestuur en de aandeelhouders. Vanuit deze verbinding zijn partijen meer nadrukkelijk gehouden aan de wederzijdse afspraken en verplichtingen; d) een scheiding van functies, zoals gescheiden riskmanagement-functies en besluitvormende functies; e) aanscherping van het monitoren, het toezicht en de interne controle.³¹⁰

2) In de klassieke principal-agency theorie dient het belang van aandeelhouders gemaximaliseerd te worden en het opportunisme van bestuurders gecontroleerd te worden. De stewardship theorie staat haaks op dit uitgangspunt en legt meer vertrouwen in de bestuurders. Het achterliggende idee is dat mensen niet alleen gedreven worden door individualistische en opportunistische belangen, maar dat collectieve belangen en betrouwbaarheid ook drijfveren van mensen zijn. De stewardship theorie gaat uit van een meer positieve benadering van bestuurders, met het uitgangspunt dat gedrag dat gericht is op het collectief, voordelig zal zijn voor organisaties en geprefereerd dient te worden boven individualistisch gedrag dat gericht is op eigenbelang. Vanuit de stewardship theorie wordt geen noodzaak gezien om opportunistisch gedrag van bestuurders onder controle te krijgen; de agent (bestuurder) wordt geacht rationeel te handelen en te streven naar efficiency, maar zal daarbij voorrang geven aan het belang van de organisatie en de collectiviteit. Aanhangers van de stewardship theorie geloven dat bestuurders van nature handelen in het belang van de onderneming en zijn hierdoor geen voorstander van strikt toezicht, zoals bepleit wordt vanuit de principal-agent theorie. Galle (2012) stelt

308. Tot en met pagina 71 volg ik de theoretische en inhoudelijke benadering en structuur van: J.G.C.M. Galle, *Consensus on the comply or explain principle within the EU corporate governance framework: legal and empirical research*, Deventer: Kluwer 2012, p. 53 e.v.

309. Galle 2012, p. 53.

310. Galle 2012, p. 54-55; Kokkinis 2015, p. 32-33.

de vraag of een dergelijk systeem, dat gebaseerd is op vertrouwen en beperkt toezicht, stand kan houden in het licht van de schandalen en misstanden in de praktijk.³¹¹

3) Corporate governance beschouwd vanuit de 'transaction costs economics' ziet de onderneming als een structuur met interne transacties en overeenkomsten. Omdat er kosten verbonden zijn aan het gebruik van markten en omdat een wens bestaat voor zekerheid worden contracten gebruikt om deze processen en behoeften te optimaliseren. Vanwege transactiekosten zijn contracten tussen principals en agents onvolledig en is een governance structuur nodig om leemtes in deze contracten invulling te geven. Williamson (1984) beschrijft drie soorten transactiekosten in deze context: 1) de kosten die gepaard gaan met het overwegen van alle mogelijke gebeurtenissen die zich kunnen voordoen tijdens de looptijd van het contract; 2) de kosten die gepaard gaan met de onderhandeling over deze punten; 3) het beschrijven van de afspraken op een wijze dat ze door derden geïnterpreteerd en gehandhaafd kunnen worden (bijvoorbeeld in een rechterlijke procedure).³¹² Corporate governance is nodig om besluitvorming te reguleren die niet in contracten is vastgelegd.³¹³

4) De stakeholder theorie ligt ideologisch aan de andere kant van het spectrum ten opzichte van de principal-agent theorie. Niet alleen het belang van de aandeelhouders wordt in acht genomen, maar de belangen van alle bij de onderneming betrokken stakeholders, zoals werknemers, de overheid en het milieu. In de Verenigde Staten en het Verenigd Koninkrijk is corporate governance traditioneel gezien benaderd vanuit het belang van de aandeelhouders, terwijl in Europa de nadruk meer ligt op de stakeholders van een onderneming (het Anglosaksische model vs. het Rijnlandse model).³¹⁴ Deze verdeling is zeer ruim, aangezien corporate governance regimes bestaan met kenmerken van beide en ook de verschillende landen, jurisdicties en tijdsperiode hebben invloed op de aard en kenmerken van corporate governance binnen het stakeholder model. Tevens vindt er discussie plaats over wie of wat aangemerkt kan worden als een stakeholder van een onderneming. Blair (1995) stelt dat een stakeholder een onderneming-gerelateerd vermogensbestanddeel moet hebben dat blootstaat aan risico.³¹⁵ Freeman (1999) trekt de groep breder en rekent ook het milieu en de maatschappij onder de groep stakeholders.³¹⁶ De maatschappij en het milieu hebben geen directe vermogensrechtelijke belangen bij een onderneming, maar kunnen wel schade ondervinden als gevolg van nadelig

311. Galle 2012, p. 55-56; A. Reisberg, 'The role of institutional shareholders: stewardship and the long-/short-term debate', in: I. H-Y Chiu (ed.), *The law on corporate governance in banks*, Cheltenham: Edward Elgar Publishing Limited 2015, p. 150.

312. O.E. Williamson, 'Corporate Governance', *Yale Law Journal* 93, 1984, p. 1197-1230.

313. Galle 2012, p. 56-57; J.J. du Plessis, A. Hargovan & M. Bagaric, *Principles of contemporary corporate governance*, Oxford: Oxford University Press 2010, p. 453.

314. Committee on the financial aspects of corporate governance, 'The financial aspects of corporate governance', London: 1992, p. 14 (2.5); J. Sison, *Corporate Governance and ethics: an Aristotelian perspective*, Cheltenham: Edward Elgar 2008, p. 70; J. Solomon & A. Solomon, *Corporate Governance and accountability*, West Sussex: John Wiley & Sons Ltd 2004, p. 17; S. Wen, *Shareholder primacy and Corporate Governance*, London: Routledge 2013, p. 13.

315. M. Blair, *Ownership and control: rethinking corporate governance for the twenty-first century*, Washington: Brookings Institution 1995.

316. R.E. Freeman, 'Response: divergent stakeholder theory', *The academy of management review* 24, 1999, p. 233-236.

handelen door een onderneming. De overeenkomsten tussen aandeelhouders en stakeholders is dat zij controle-instrumenten willen hebben om te kunnen monitoren of de agent (bestuurders) hun belangen juist behartigt. Het kan voorkomen dat de belangen van aandeelhouders en stakeholders wezenlijk uiteenlopen en een goed corporate governance systeem is nodig om in deze knelpunten te voorzien.³¹⁷

Deze vier theorieën bieden geen van alle een sluitende definitie of benadering van corporate governance, hoewel zij alle vier invloed hebben gehad op de vorming van het moderne corporate governance begrip. Volgens Galle (2012) moet een corporate governance raamwerk alle agency relaties en problemen in acht nemen, en tegelijkertijd behartiging van het collectieve belang en betrouwbaarheid door de bestuurders erkennen en belonen. Corporate governance dient ook te functioneren als een mechanisme tegen incomplete contracten tussen principals en agents.³¹⁸

De eerste gezaghebbende definitie van corporate governance stamt uit het rapport van het Engelse Cadbury Committee (1992):

‘Corporate governance is the system by which companies are directed and controlled.’³¹⁹

Deze definitie ziet voornamelijk op de institutionele inrichting en de taak en rolverdeling van de verschillende organen. Het biedt weinig aanknopingspunten ten aanzien van de doelstelling en verantwoordelijkheid van de verschillende actoren. Om hieraan een duiding te geven belandt men gelijk in de sfeer van de stakeholder theorie.³²⁰ Goed ondernemingsbestuur vanuit een functionele benadering bezien heeft voornamelijk betrekking op het functioneren van de raad van bestuur en de raad van commissarissen, het beloningsbeleid, de relatie met werknemers, klanten en andere belanghebbenden, zoals kapitaalverschaffers. Deze benadering wordt als de ‘enge’ kijk op corporate governance gezien.³²¹ Er bestaat vanuit dit gezichtspunt een grote belangstelling voor de formele naleving van de toepasselijke regelgeving en het belang en de bescherming van kapitaalverschaffers neemt de belangrijkste rol in. De instandhouding van de organisatie, het rendement op aandelen en de economische en financiële gezondheid van de onderneming zijn de voornaamste aandachtspunten en prioriteiten.³²² Vanuit een bedrijfseconomisch oogpunt zijn dit belangrijke aspecten en kan gesteld worden dat een stabiel, winstgevend, innovatieve onderneming met een gezonde financieringsstructuur voldoet aan de

317. Galle 2012, p. 57-58.

318. Galle 2012, p. 58-59.

319. Committee on the financial aspects of corporate governance, ‘The financial aspects of corporate governance’, London: 1992, p. 14 (2.5).

320. S. Wen, *Shareholder primacy and Corporate Governance*, London: Routledge 2013, p. 29-33.

321. M. Klausner, ‘Fact or fiction in corporate law and governance’, *Stanford Law Review* 2013-65, p. 1327; S. Wen, ‘Less is more – a critical view of further EU action towards a harmonized corporate governance framework in the wake of the crisis’, *Wash. U. Stud. L. Rev.* 2013-41, p. 59; zie ook: Nelemans 2014, p. 1.

322. E. Walker-Arnott, ‘Corporate Governance and banks: the role and composition of the board’, in: I. H-Y Chiu, *The law on corporate governance in banks*, Cheltenham: Edward Elgar Publishing Limited 2015, p. 71.

noodzakelijke eisen omtrent goed ondernemingsbestuur. Er is hier sprake van een interne benadering van corporate governance in een afgebakend kader.³²³ Goed ondernemingsbestuur vanuit deze benadering overlapt juridisch gezien grotendeels met de uitgangspunten en normen die gestalte hebben gekregen in het ondernemingsrecht.³²⁴

Naast de formele benadering van corporate governance kan ook een meer normatieve benadering gekozen worden. Deze visie bekijkt de rol en verantwoordelijkheden van de onderneming, de bestuurders, toezichthouders en andere verantwoordelijke organen binnen een onderneming vanuit een normatief kader, wat betekent dat de nadruk gelegd wordt op hoe men dient te handelen.³²⁵ Volgens Strikwerda (2012) zijn de formele bronnen van dit normatieve kader onder meer wetgeving, rechtspraak, financiële markten, en het systeem van arbeidsverhoudingen. Tevens kunnen zeden en gewoonten als informele bronnen van invloed zijn.³²⁶ De aard en omvang van de onderneming bepalen in grote mate de verantwoordelijkheid; waarbij een grote beursgenoteerde onderneming richting aandeelhouders, werknemers en de markt een grotere verantwoordelijkheid kent in vergelijking met een kleine BV. Dit raakt aan de maatschappelijke verantwoordelijkheid van ondernemingen. Corporate governance heeft niet alleen als doel de continuïteit van de onderneming, maar dient een hoger doel, aldus Strikwerda (2012).³²⁷

De kwetsbaarheden en tekortkomingen van corporate governance systemen in banken hebben een nadrukkelijke rol gespeeld bij het opstellen van het CRD IV-pakket: de richtlijn en verordening die de juridische basis vormen voor de Europese Bankenunie.³²⁸ Gebreken in de corporate governance van banken worden in direct verband gesteld met de onverantwoorde en buitensporige risico's die banken hebben genomen. Deze risico's hebben geleid tot het falen van banken en het veroorzaken van nationale en wereldwijde systeemproblemen. De ruime formulering van corporate governance bepalingen en het niet-bindende karakter van een groot deel van de corporate governance regimes worden hierbij als veroorzakers gezien.³²⁹ Het gegeven dat corporate governance op vrijwillige gedragscodes is gebaseerd heeft een te vrijblijvende situatie gevormd en heeft ertoe geleid dat deugdelijke corporate governance structuren bij banken niet (voldoende) zijn ingevoerd. De Europese wetgever constateert dat het regelmatig ontbreken van effectieve controlemechanismen ertoe heeft geleid dat er sprake was van gebrekkig intern toezicht en dit heeft vervolgens riskante bestuursstrategieën in de hand gewerkt.³³⁰ Er was

323. Zie ook: A. Naciri, *Internal and external aspects of corporate governance*, London: Routledge 2010, p. 35.

324. Over de relatie tussen corporate governance en ondernemingsrecht zie: P. Mantysaari, *Organising the firm: Theories of commercial law, corporate governance and corporate law*, London: Springer 2012; A.M. Paces, *Rethinking corporate governance – the law and economics of control powers*, London: Routledge 2012.

325. A. Brink, 'Corporate governance and ethics: an introduction', in: A. Brink (ed.), *Corporate governance and business ethics*, London: Springer 2011, p. vii e.v.

326. J. Strikwerda, *De Nederlandse Corporate Governance Code – ingeleid, toegelicht en becommentarieerd*, Assen: Van Gorcum 2012, p. 19.

327. Idem, p. 26.

328. CRD IV, overwegingen (53) t/m (69). Zie ook: K. Sum, *Post-crisis banking regulation in the European Union: Opportunities and threats*, London: Palgrave Macmillan 2016, p. 92; N. Moloney, *EU Securities and financial markets regulation*, Oxford: Oxford University Press 2014, p. 357-358.

329. CRD IV, overweging (53).

330. CRD IV, overweging (58).

tevens sprake van onduidelijkheid bij externe toezichthoudende autoriteiten over de wijze waarop zij toezicht dienden te houden op de interne corporate governance van banken. Het antwoord van de EU op het falen van de interne en externe corporate governance van banken is de verplichting die lidstaten opgelegd krijgen om een doeltreffend toezicht door het leidinggevend orgaan te garanderen, een gezonde risicocultuur op alle niveaus van financiële instellingen te bevorderen en externe toezichthoudende autoriteiten inzicht te verschaffen in de interne governance regelingen.³³¹

In 2011 is de European Banking Authority opgericht. De creatie van dit orgaan maakte onderdeel uit van een grootschalige herinrichting van het financiële toezicht op EU-niveau, met name ingegeven door de aanbevelingen van de High Level Group on financial supervision in the EU.³³² Deze groep bracht in 2009 haar rapport uit en adviseerde een grondige herziening. De European Banking Authority is opgericht krachtens Richtlijn 1093/2010 en kent daarmee, in tegenstelling tot zijn voorganger, the Committee of European Banking Supervisors, een stevige juridische basis en formele bevoegdheid. De belangrijkste taak van de EBA is het leveren van een bijdrage aan de Europese Bankenunie en het uitvaardigen van bindende technische standaarden en richtlijnen. Deze standaarden hebben een harde juridische status en gelden als nadere uitwerkingen van de regels uit het CRD IV-pakket. De EBA heeft ook duidelijk gestalte gegeven aan corporate governance principles voor banken na de crisis.³³³ De oorspronkelijke richtlijnen en aandachtspunten van corporate governance in banken die door de EBA worden aangegeven zijn: i) ondernemingsstructuur en organisatie: er dient een effectief systeem van 'checks and balances' te zijn, gericht op complexe organisaties die vanwege hun ondoorzichtige structuur te maken hebben met tekortkomingen in intern bestuur en toezicht. Door de EBA wordt dit aspect het 'ken uw organisatie'-beginsel genoemd;³³⁴ ii) de samenstelling, benoeming en opvolging van leden van het bestuur is onderwerp van de tweede richtlijn. De rol en verantwoordelijkheid van specifieke comités wordt door de EBA benadrukt. Het tegengaan van belangenverstrengeling is een belangrijk aandachtspunt in deze kwestie;³³⁵ iii) de derde richtlijn betreft het risicomanagement, waarvan het systematische falen voor en tijdens de financiële crisis een bijzondere aandacht behoeft. De EBA is een voorstander van een geïntegreerde benadering, waarbij intern bestuur en risicocultuur, risicomodellen en risicomanagement en de ontwikkeling en goedkeuring van nieuwe producten onderdeel uitmaken;³³⁶ iv) de vierde richtlijn betreft de interne controle van banken en met name de rol en verantwoordelijkheid van de Hoofd Risicomanager. Het gegeven dat de risicomanagement-functie toereikende middelen moet krijgen om adequaat risicomanagement te betrachten is een belangrijk uitgangspunt;³³⁷ v) de vijfde richtlijn heeft betrekking op de informatiesystemen en continuïteit van de onder-

331. Art. 88 CRD IV (Governance regelingen), European Banking Authority, *EBA Guidelines on internal governance*, London: 2011, p. 7 e.v. en p. 24 e.v.

332. The high-level group on financial supervision in the EU, *Report*, Brussels: 2009.

333. European Banking Authority, *EBA Guidelines on internal governance*, London: 2011.

334. EBA 2011, p. 16-19.

335. EBA 2011, p. 21-32.

336. EBA 2011, p. 32-36.

337. EBA 2011, p. 37-43.

neming en vi) de zesde richtlijn beschrijft de best practices ten aanzien van transparantie van de interne corporate governance structuren. In oktober 2016 bracht de EBA een consultatiedocument uit gericht op het reviseren van de 'Guidelines on internal governance'. De gebreken in de interne governance die naar aanleiding van de financiële crisis aan het licht zijn gekomen hebben aanleiding gegeven voor de opstelling van nieuwe richtlijnen. Met name de doelstellingen uit de CRD IV gericht op het verbeteren van corporate governance heeft de noodzaak gebracht voor de gereviseerde richtlijnen. In de oorspronkelijke richtlijnen uit 2011 kwam onvoldoende tot uitdrukking het grote belang van een sterke interne toezichtfunctie die kritisch is op de besluitvorming van bestuurders, de noodzaak van de implementatie van degelijke risicostrategieën en risicomanagement frameworks.³³⁸ Op grond van art. 74 CRD IV is de EBA bevoegd om standaarden op te stellen gericht op het harmoniseren van de interne governance, processen en mechanismen van financiële instellingen in de EU. De juridische basis van de nieuwe draft-richtlijnen is beduidend steviger vergeleken met de eerste versie uit 2011, immers de nieuwe richtlijnen zijn formele standaarden die een nadere invulling geven aan de bepalingen van de CRD IV. Het initiatief om de EBA de corporate governance van banken te laten normeren onderstreept het gegeven dat de interne governance en risicomanagement van banken wezenlijk verschilt van niet-banken. De traditionele corporate governance principes worden voornamelijk ingevuld via zelfregulering door middel van gedragscodes in de lidstaten.

De belangrijkste verschillen tussen corporate governance van financiële instellingen en niet-financiële instellingen zijn gerelateerd aan de complexiteit van de ondernemingen en van de markten waarop zij actief zijn.³³⁹ De producten en diensten, de omvang van de markten, de verwevenheid en onderlinge afhankelijkheid van financiële ondernemingen en de fragiliteit van de financieringsstructuur van financiële ondernemingen en systeemrisico-gevoeligheid maken dat 'goed ondernemingsbestuur' in de financiële sector een wezenlijk andere betekenis en invulling krijgt dan in iedere andere sector. Financiële ondernemingen – met name banken – hebben een financieringsstructuur die nadrukkelijk afwijkt van niet-banken. De verhouding eigen vermogen-vreemd vermogen is wezenlijk anders en ook de risico's waaraan de onderneming bloot staat verschilt van niet-banken. Een niet-financiële onderneming heeft te maken met operationele risico's, kredietrisico's, supply-chain-risico's en juridische risico's (fraude, corruptie).³⁴⁰ Een niet-financiële onderneming heeft doorgaans niet te maken met systeemrisico's, toezichtrisico's (gedragstoezicht en prudentieel toezicht) en integriteitsrisico's zoals marktmisbruik, handel met voorwetenschap en valutamanipulatie. Voor alle beursgenoteerde ondernemingen gelden strenge eisen ten aanzien van de inhoud en betrouwbaarheid van de financiële verslaggeving, echter voor financiële ondernemingen spelen hierbij extra kwetsbaarheden die te maken hebben met de waardering van de passiva en activa. Portefeuilles van complexe effecten en derivaten kunnen (onbedoeld) een andere waarde vertegenwoordigen dat in de financiële verslaggeving is

338. European Banking Authority, *Consultation Paper – Draft articles on internal governance*, London: 2016, p. 5, te raadplegen via: <https://www.eba.europa.eu/documents/10180/1639914/Consultation+Paper+on+Guidelines+on+internal+governance+%28EBA-CP-2016-16%29.pdf>.

339. Kokkinis 2015, p. 30 e.v.

340. Mogelijk ook valutarisico's bij internationale transacties.

opgenomen. De betrouwbaarheid van crediteuren en de zekerheid dat leningen en andere tegoeden terugbetaald worden, kunnen een risico vormen. Buiten de reguliere economische risico's, zoals een neergaande economie, renterisico's en een faillissement van een belangrijke afnemer, geldt voor banken een veelvoud aan andere risico's dat een rol speelt in de bedrijfsvoering, strategie en het risicomanagement.³⁴¹

In financiële corporate governance hebben de volgende aspecten een centrale functie: i) de interne controle; ii) informatievoorziening; iii) het risicomanagement; iv) de kennis en inzichten van het bestuur en management en v) een scherp beeld van de markten en financiële en operationele blootstellingen aan derden. Als overkoepelend belang kunnen vertrouwen en stabiliteit gezien worden.³⁴² Als de maatschappij vertrouwen verliest in een warenhuisketen of supermarktketen, dan betekent dit niet dat men het vertrouwen in een hele sector verliest. Als een consument zich misleid voelt bij de aanschaf van een product of dienst buiten de financiële sector, dan leidt dit doorgaans niet gelijk tot een verlies van vertrouwen in een hele sector. Hetzelfde geldt niet voor integriteit en de weerspiegeling die misstanden bij een bank hebben op het gehele bankwezen. De acquisitie van Property Finance door SNS Bank en de strafbare feiten die gepleegd zijn door personen betrokken bij Property Finance (corruptie, omkoping, valsheid in geschrifte en witwassen) waren schadelijk voor de bank zelf, maar ook voor andere banken die inhoudelijk niet bij deze transacties betrokken waren. Hetzelfde geldt voor de Libor en Euribor fraude, de banken die daarbij betrokken waren hebben reputatieschade opgelopen, maar het vertrouwen in het hele bankwezen is tevens aangetast. De interne governance van financiële ondernemingen heeft een duidelijke externe component, daar gebreken en misstanden in de interne governance een schadelijk effect kunnen hebben op markten, concurrenten/collega banken en het vertrouwen in individuele banken en het systeem als geheel.³⁴³

De principes uit de Nederlandse Corporate Governance Code zijn een rol gaan spelen bij de invulling die rechters geven aan de open normen in het vennootschapsrecht.³⁴⁴ De code is in 2003 door de Hoge Raad in de HBG-beschikking beschreven als 'in Nederland aanvaarde inzichten omtrent corporate governance'.³⁴⁵ De Hoge Raad heeft in de ABN-AMRO-beschikking gesteld dat de code blijk geeft van 'de in Nederland heersende algemene rechtsopvatting'.³⁴⁶ In de ABN-AMRO-beschikking geeft de Hoge Raad aan dat de codeprincipes II en IV een rol kunnen vervullen bij de invulling van de betekenis van art. 2:8 BW (de eisen van redelijkheid en billijk-

341. Over risico's van banken, zie: K.W.H. Broekhuizen, 'Rechtsbeginselen van financieel recht', *RMThemis* 2016-6, p. 315.

342. P.O. Mulbert, *Corporate governance of banks after the financial crisis – theory, evidence, reforms*, ECGI Working Paper 2010.

343. Zie ook: Naciri 2010, 306 e.v.; J.P. Hawley, 'Corporate governance, risk analysis, and the financial crisis: did universal owners contribute to the crisis?', in: J.P. Hawley, S. J. Kamath & A.T. Williams (eds.), *The role of institutional investors in the global financial crisis*, Philadelphia: Penn 2011, p. 97 e.v.

344. Zie ook: M. Luckerath-Rovers, *Mores leren – Soft controls in corporate governance*, Breukelen: Nyenrode Business University 2011, p. 17; zie ook: Nelemans 2013, p. 37.

345. HR 21 februari 2003, ECLI:NL:HR:2003:AF1486, JOR 2003/57 (HBG-VEB).

346. HR 13 juli 2007, ECLI:NL:HR:2007:BA792, NJ 2007/434 (ABN/AMRO), zie ook: P. Memelink, 'De invloed van de Corporate Governance Code op het vermogensrecht', *Maandblad voor Vermogensrecht* 2010, p. 43.

heid naar welke degenen die krachtens wet of statuten bij de vennootschap betrokken zijn zich tegenover elkaar dienen te gedragen) en art. 2:9 BW (de eisen die voortvloeien uit een behoorlijke taakvervulling).³⁴⁷ De Ondernemingskamer heeft in de Stork-zaak uit 2007 bepaalt dat op grond van art. 2:8 BW het bestuur een plicht heeft om een dialoog met beleggers te voeren.³⁴⁸ In de Versatel-zaken stond het door de Ondernemingskamer opgelegde verbod om af te wijken van codeprincipe III.6 en bijbehorende best practice bepalingen ter discussie.^{349, 350}

In de ASMI-zaak uit 2010 heeft de Hoge Raad de reikwijdte van de bevoegdheid van de OK ingeperkt en verder invulling gegeven aan de verhoudingen tussen de organen van de vennootschap. In de ASMI-zaak was sprake van een conflict tussen het bestuur en enkele grootaandeelhouders. De grootaandeelhouders eisten bij de OK een onmiddellijke voorziening omdat sprake zou zijn van grote problemen op het gebied van de interne governance van ASMI. De kleinere aandeelhouder zouden te weinig inspraak hebben in de strategie en de RvC zou te weinig ondernomen hebben om dit conflict te beslechten (tevens zou sprake zijn van gebrekkige informatievoorziening en wanbeleid door het gebruik van een beschermingsmaatregel). De OK concludeerde dat sprake was van wanbeleid en beval dat een enquête moest worden ingesteld. De Hoge Raad heeft in cassatie die beschikking van de OK vernietigd en stelde daarbij inhoudelijk nadere grenzen aan de verantwoordelijkheid van organen binnen de vennootschap.³⁵¹

Als uit een enquêteprocedure blijkt dat sprake is van wanbeleid, dan kan de Ondernemingskamer bepalen wie voor dit wanbeleid aansprakelijk is. Dit betekent niet dat hiermee ook gelijk een grond ontstaat voor privaatrechtelijke aansprakelijkheid.³⁵² Een dergelijke claim tegen bestuurders, commissarissen of aandeelhouders behoort echter wel tot de mogelijkheden, maar dient aan een andere rechter te worden voorgelegd. Het oordeel 'wanbeleid' door de Ondernemingskamer kan als opstap dienen van een aansprakelijkheidsclaim, hoewel het niet noodzakelijk is om eerst een enquêteprocedure te volgen. In de Fortis-zaak heeft de Rechtbank Utrecht een uitspraak gedaan over de aansprakelijkheid van bestuurders en leidinggevendenden van Fortis voor marktmanipulatie en achterhouden van koersgevoelige informatie, terwijl de enquêteprocedure bij de Ondernemingskamer nog liep.³⁵³ Soerjatin (2012) stelt dat uit de uitspraken van de Hoge Raad en de Ondernemingskamer valt op te maken dat een schending van corporate governance regels op zich

347. HR 13 juli 2007, ECLI:NL:HR:2007:BA792, NJ 2007/434, r.o. 4.4 (Nelemans 2013, p. 37).

348. OK 17 januari 2007, ECLI:NL:GHAMS:2007:AZ6440, NJF 2007/179 (Stork).

349. HR 14 september 2007, ECLI:NL:HR:2007:BA4888, NJ 2007/611 (Versatel II), HR 14 september 2007, ECLI:NL:HR:2007:BA4887, NJ 2007/612 (Versatel III). Het is toegestaan dat de AvA, in beginsel op grond van het 'pas toe of leg uit'-beginsel afwijkt van de NCGC. In dit geval verbodt de Ondernemingskamer echter een afwijking, onder meer vanwege het bestaan van minderheidsaandeelhouders. De Hoge Raad stond toe dat de OK een voorlopige voorziening trof en daarmee verbodt dat door Versatel van codeprincipe III.6 zou worden afgeweken: HR 14 september 2007, NJ 2007/612 (Versatel III), r.o. 4.11. Zie ook: Nelemans 2013, p. 38.

350. HR 14 september 2007, ECLI:NL:HR:2007:BA4887, NJ 2007/612 (Versatel III), r.o. 4.11.

351. De voorgaande paragrafen zijn deels een bewerking van: Nelemans 2013, p. 37-39.

352. Zie: E. Soerjatin, 'Rechterlijke toetsing van corporate governance', in: M. Lukerath-Roovers et al. (red.), *Jaarboek Corporate Governance 2012-2013*, Deventer: Kluwer 2012, p. 121 e.v.

353. Rechtbank Utrecht 15 februari 2012, OR 2012, 51, m.nt. De Jong; zie ook: Soerjatin 2012, p. 125; voor een uitgebreide analyse van de Fortis-zaak, zie: De Groot 2010, p. 155-176.

vaak niet bepalend is voor het gelasten van een onderzoek naar wanbeleid. Een dergelijke schending draagt bij, maar is zelden op zich bepalend voor het oordeel. Soerjatin stelt:

‘Corporate governance is immers geen doel op zich; het is een middel om verantwoord ondernemingsbestuur te waarborgen. Als het systeem niet deugt, kan dat uiteindelijk negatieve consequenties hebben voor (de beoordeling van) het ondernemingsbeleid.’³⁵⁴

Uit de jurisprudentie waarin corporate governance aan de orde is, spelen vaak meerdere problemen een rol.³⁵⁵ In het Nederlandse vennootschapsrecht ligt besloten dat bestuurders van kapitaalvennootschappen het belang van de vennootschap en de met haar verbonden onderneming centraal moeten stellen ingevolge art. 2:129/239 lid 5 BW. Bestuurders dienen zich daarom niet te laten leiden door het belang van individuele aandeelhouders of stakeholders.³⁵⁶ De Hoge Raad diende zich in 2014 uit te spreken over vier enquêtebeschikkingen inzake de onderneming Cancun.³⁵⁷ Die zaak is van belang voor de invulling en grenzen die aan bestuursautonomie gesteld worden. Assink (2016) stelt dat de Hoge Raad in de vier Cancun-zaken niet alleen een duiding aan het vennootschappelijk belang heeft gegeven, maar dat eveneens een grote stap is gezet richting een verdere vennootschapsrechtelijke invulling van de vereisten uit art. 2:129/239 lid 5 BW. Het betreft een positief geformuleerde gedragsnorm gericht tot de bestuurders, die zich in de uitoefening van hun bestuurstaak dienen te laten leiden door deze norm, met inachtneming van de steeds wisselende omstandigheden.³⁵⁸ Verdam (2015) onderstreept in zijn beschouwing over de Cancun-uitspraken dat het vennootschapsbelang en de norm van redelijkheid en billijkheid grondnormen zijn van het ondernemingsrecht. Er bestaat tussen deze normen een wisselwerking.³⁵⁹ Deze benadering geldt als de institutionele opvatting van het ondernemingsrecht. In de Cancun-beschikking baseert de Hoge Raad de zorgplicht (het bevorderen van het succes van de onderneming) op zowel de norm van redelijkheid en billijkheid als op het richtsnoer van het vennootschapsbelang. Volgens Verdam is bij de normering van het handelen van bestuurders en commissarissen in de eerste plaats het richtsnoer van het vennootschapsbelang van toepassing, de norm van redelijkheid en billijkheid werkt, volgens hem, bij de uitwerking daarvan als nuancerende factor of kan tot aanvullende verplichtingen leiden. Het handelen van aandeelhouders wordt in de eerste plaats genormeerd door de norm van redelijkheid en billijkheid.³⁶⁰ Dorrestein (2015) is van mening dat met de Cancun-beschikking geen nieuw licht is geworpen.

354. Soerjatin 2012, p. 133.

355. Idem, p. 133.

356. Zie ook: B.F. Assink, ‘Van vennootschappelijk belang (II, slot)’, *WPNR* 2016/7112, p. 491; Broekhuizen 2016, p. 195.

357. HR 4 april 2014, ECLI:NL:HR:2014:808, NJ 2014/286 (*Roovers/Cancun Holding I*); HR 4 april 2014, ECLI:NL:HR:2014:797 (*Cancun Holding II*), NJ 2014/286, m.nt. P. van Schilfgaarde; HR 4 april 2014, ECLI:NL:HR:2014:799, RvdW 2014/556; HR 4 april 2014, ECLI:NL:HR:2014:804, RvdW 2014/558.

358. Assink 2016, p. 498.

359. A.F. Verdam, ‘Iets over de verhouding tussen de institutionele opvatting, het vennootschapsbelang en de norm van redelijkheid en billijkheid, mede in relatie tot bestuurders, commissarissen en aandeelhouders’, in: A.F. Verdam (red.), *Autonomie van het bestuur en haar grenzen voor en na de Cancun-uitspraak*, Deventer: Kluwer 2015, p. 77.

360. Idem, p. 78.

Het vennootschapsbelang is volgens hem een flexibel begrip dat dienstdoet bij de invulling van open normen. Dorresteyn trekt hierbij de vergelijking met art. 2:8 BW (men dient zich te gedragen naar de maatstaven van redelijkheid en billijkheid) en art. 2:355 lid 1 BW (handelen achterwege laten dat in strijd is met de beginselen van behoorlijk ondernemingsbestuur, want dat staat gelijk aan wanbeleid). De Cancun-beschikking komt er volgens Dorresteyn op neer dat het bestuur van een joint-venture of dochtervennootschap zich niet kan verweren tegen het ten onrechte opvolgen van instructies met de claim dat het belang van een vennootschap per definitie samenvalt met het belang van aandeelhouders.³⁶¹ Over vennootschapsrechtelijk belang in het licht van de Cancun-uitspraak stelt Broekhuizen (2016) dat:

‘Besluiten moeten vaak worden genomen op basis van onzekere factoren, zoals bijvoorbeeld toekomstige marktomstandigheden. Het zal daarom zeer moeilijk zijn om de verschillende belangen op exacte wijze tegen elkaar af te wegen – het (resulterende besluit) is hoe dan ook, in elk geval voor buitenstaanders, de (resultante van) een “mysterieus afwegingsproces” (of er nu in één stap of in twee stappen wordt beslist). In dat proces, zo meen ik het leerstuk van het vennootschappelijk belang ten slotte te mogen typeren, mag geen enkel belang onwrikbaar voorop staan, wél – althans in beginsel en uitgaande van een vennootschap die een onderneming drijft – een verondersteld gemeenschappelijk (of, ten minste, een overkoepelend) langetermijnperspectief. Continuïteit, of duurzame (lange termijn) waardecreatie en – dus – bestendig ondernemingssucces zijn binnen dat perspectief nauw met elkaar verbonden sleutelbegrippen.’³⁶²

In december 2013 heeft de Minister van Economische zaken een derde MCCG ingesteld, de commissie Van Manen. De reden om op dat moment voort te gaan met het geldige stelsel van code en monitoring was de vaststelling dat het systeem goed functioneert.³⁶³ Zowel de wettelijke verankering van de code als gedragscode in de zin van art. 2:391 lid 5 BW is gehandhaafd, alsook de wettelijk ingestelde Monitoring Commissie. Naar aanleiding van een onderzoek gedaan door Nyenrode Business University naar de naleving van de code over de eerste 10 jaar (2003-2013) heeft de MCCG (Commissie Streppel) de conclusie getrokken dat de NCGC zich heeft ontwikkeld tot een gezaghebbend en breed gedragen instrument dat als inspiratiebron fungeert voor goed ondernemingsbestuur in Nederland.³⁶⁴ De MCCG stelt in 2013 vast dat zelfregulering met brede maatschappelijke ondersteuning een systeem is dat goed werkt. De NCGC kan bijgedragen aan het bestrijden van onverantwoorde risico's en crises.³⁶⁵ De commissie constateert dat een verbetering van de verantwoording over risicobeheersing heeft plaatsgevonden en tevens een professionalis-

361. A.F.M. Dorresteyn, ‘“Cancun”, bestuursautonomie en vennootschapsbelang’, in: A.F. Verdam (red.), *Autonomie van het bestuur en haar grenzen voor en na de Cancun-uitspraak*, Deventer: Kluwer 2015, p. 38.

362. Broekhuizen 2016, p. 202.

363. *Kamerstukken II* 2012/13, 31 083, nr. 46, p. 7; zie ook: R. Abma, ‘De Nederlandse Corporate Governance Code: Quo vadis?’, *Tijdschrift voor Financieel Recht* 2014-6, p. 260.

364. Idem, p. 2.

365. Aldus de voorzitter van de commissie, Jos Streppel, *Monitoring Commissie Corporate Governance Code, Persbericht van 1 oktober 2013*, p. 1.

seringsslag onder commissarissen en een grotere bereidheid om aandeelhouders te betrekken in een dialoog met de onderneming.³⁶⁶ Ten aanzien van het draagvlak in de maatschappij voor het instrument 'gedragscode' stelt Abma (2014) dat veel andere sectoren sinds 2003 eigen codes hanteren. Als voorbeeld geeft hij woningcorporaties, de zorg, de publieke omroep, banken en verzekeraars, de pensioenfondsen en accountants. De opzet en principes en best practices van de NCGC hebben als inspiratie gediend voor deze sectoren.³⁶⁷

In oktober 2013 bericht de commissie die de eerste NCGC heeft opgesteld, de commissie Tabaksblat, dat ook zij positief is over de ontwikkeling die de code heeft doorgemaakt. Met name spreekt zij de waardering uit voor de standaard toepassing van de code, de professionaliteit van commissarissen, het gegeven dat aandeelhouders meer actief betrokken zijn en dat de positie van de externe accountant onafhankelijker is geworden. Tevens spreken zij waardering uit voor de toegenomen aandacht voor risicos en risicomanagement.³⁶⁸ De commissie Tabaksblat adviseerde in haar brief aan de minister van oktober 2013 om de NCGC snel aan te passen, omdat de principes en best practices van voor de financiële crisis stammen. De tweede MCCG (Commissie Streppel) had echter aan de minister geadviseerd om de NCGC 2008 nog niet aan te passen, omdat prioriteit gegeven werd aan een goede naleving van de reeds gemaakte afspraken.³⁶⁹ Bij de aanstelling van de derde MCCG (commissie Van Manen) heeft de minister aangegeven dat schragende partijen ervoor kunnen kiezen om de Commissie te vragen om de code te actualiseren, indien zij dat vanuit hun verantwoordelijkheid wenselijk achten. Uit het eerste werkprogramma van de commissie Van Manen bleek in eerste instantie geen voornemen om de code op korte termijn aan te passen.³⁷⁰ Abma (2014) stelt dat de terughoudendheid om de NCGC te actualiseren mogelijk wordt ingegeven door de signalering dat de code een status van materiële wetgeving heeft gekregen. Een ontwikkeling die volgens Eumedion leidt tot minder flexibiliteit en een verwording tot compliance-document.³⁷¹ Op 11 mei 2015 hebben de schragende partijen de commissie Van Manen verzocht om de code te herzien.³⁷² De voornaamste aanleiding hiertoe is het gegeven dat de code gedateerd was, er misstanden bij meerdere ondernemingen hadden plaatsgevonden, er nieuwe wetgeving was uitgebracht en zich nieuwe vraagstukken hadden aangediend. Ook de jurisprudentie en internationale ontwikkelingen van de voorafgaande jaren noopten tot een aanpassing.

Op 11 februari 2016 werd alsnog een start gemaakt met een herziening van de NCGC 2008. Met behulp van een consulatiedocument werd aan stakeholders en geïnteresseerden gevraagd deel te nemen aan het publieke debat omtrent een herziening van de code.³⁷³ Het Nederlandse stakeholder model, zoals dat ook in de NCGC 2008 is neergelegd, heeft niet kunnen voorkomen dat (ook) in Nederland

366. Idem, p. 1.

367. Abma 2014, p. 3.

368. Commissie Tabaksblat, Brief aan de Minister van Economische Zaken, van 22 oktober 2013; zie ook Abma 2014, p. 2.

369. *Kamerstukken II* 2013/14, 31 083, nr. 49, p. 7.

370. Monitoring Commissie Corporate Governance Code, *Werkprogramma 2014*, Den Haag: 2014.

371. Abma 2014, p. 3.

372. Monitoring Commissie Corporate Governance Code, *Voorstel voor herziening*, Den Haag: 2016, p. 4.

373. Idem, p. 5.

een bankencrisis, corruptiezaken en de woekerpolis-affaire hebben plaatsgehad.³⁷⁴ De voorzitter van de derde MCCG, Jaap van Manen, stelt dat dit komt vanwege winstbejag op korte termijn. De belangrijkste verschuiving die derhalve in de revisie voor de code is voorgesteld heeft betrekking op een focus op lange termijn waardecreatie van de vennootschap en de met haar verbonden onderneming. Oostwouder stelt dat lange termijn waardecreatie als doel voor de onderneming een discipline-rend perspectief vormt, dat in zijn algemeen recht doet aan de belangen van de stakeholders die bij een onderneming betrokken zijn.³⁷⁵ Assink verwijst in zijn bespreking van de Cancun-uitspraken naar het consultatiedocument van de MCCG, waarin een voorstel is gedaan voor een principe en best practice gericht op lange termijn waardecreatie. Hij merkt op dat in het voorstel voor dit principe niet verwezen is naar de rechtspraak van Hoge Raad betreffende Cancun. Assink ziet een duidelijke overeenkomst tussen de invulling die de Hoge Raad in de Cancun-uitspraken geeft aan vennootschapsrechtelijk belang en het voornemen van de MCCG om in de vernieuwde code een nadruk te leggen op lange termijn waardecreatie.³⁷⁶ Bij de formulering van de principes van de code is zo veel mogelijk rekening gehouden met geldende wetgeving en jurisprudentie over de interne en externe verhuizingen van vennootschappen. Hierbij is overlap met formele regels zo veel mogelijk voorkomen.³⁷⁷ De MCCG geeft aan dat een bepaalde mate van overlap onvermijdelijk is en dat de Code gezien moet worden als een aanvulling op datgene wat wettelijk is voorgeschreven.³⁷⁸

De MCCG onderstreept dat de code zelfregulering is, een ‘product van de markt’. De flexibiliteit van zelfregulering in de vorm van een code wordt onderstreept alsook het ‘pas toe of leg uit’-beginsel als meest geschikt nalevingsinstrument. Het voorstel voor een herziening wordt gestoeld op zeven thema’s: i) meer focus op lange termijn waardecreatie; ii) verstevigen van risicomanagement; iii) nieuwe accenten in effectief bestuur en toezicht; iv) introductie van cultuur als expliciet onderdeel van corporate governance; v) een opschoning en vereenvoudiging van beloningen; vi) de relatie met aandeelhouders en vii) een verduidelijking van de eisen die aan de uitleg worden gesteld.³⁷⁹ De herziene code is op 8 december 2016 gepubliceerd. De basis van de code wordt gevormd door het uitgangspunt dat de vennootschap een lange termijn samenwerkingsverband is van de diverse bij de onderneming betrokken stakeholders. De vennootschap streeft waardecreatie op de lange termijn na. Naleving van de code dient in de eerste plaats te geschieden in de geest van de principes en niet naar de mate waarin deze naar de letter wordt nageleefd.³⁸⁰ Ten aanzien van de structuur en indeling van de NCGC 2016 zijn duidelijke verschillen te constateren ten opzichte van de NCGC 2008. De vernieuwde code is onderverdeeld in de volgende hoofdstukken met bijbehorende principes:

374. W.J. Oostwouder, ‘Corporate governance in Nederland: lange termijn waardecreatie’, *Onderneming en Financiering* 2016, p. 37.

375. Oostwouder 2016, p. 47.

376. Assink 2016, p. 495.

377. Monitoring Commissie Corporate Governance Code, *De Nederlandse Corporate Governance Code*, Den Haag: 2016, p. 8.

378. Idem, p. 8.

379. Idem, p. 7.

380. Monitoring Commissie Corporate Governance Code, *De Nederlandse Corporate Governance Code*, Den Haag: 2016, p. 8.

i) lange termijn waardecreatie; ii) effectief bestuur en toezicht; iii) beloningen; iv) algemene vergadering en v) one-tier bestuursstructuur. Over de verhouding van de NCGC 2016 met wetgeving stelt de commissie dat de code gezien moet worden in samenhang met (nationale en Europese) wetgeving en jurisprudentie op het terrein van corporate governance. Het voordeel van de code ten opzichte van formele wet- en regelgeving is dat deze zich meer richt op het gedrag van bestuurders, commissarissen en aandeelhouders.³⁸¹ Zoals in hoofdstuk 3 zal blijken is de regulering door de wetgever en de toezichthouders ook in toenemende mate gericht op het gedrag en cultuur. De financiële toezichtwetgeving bevat in toenemende mate bepalingen die gedrag van actoren reguleren en ook de AFM en DNB hebben een nadruk gelegd op cultuur en gedrag. Deze ontwikkeling creëert een spanningsveld met de NCGC, omdat overlap met wet- en regelgeving zo veel mogelijk is voorkomen. Het financiële toezichtrecht – nadrukkelijk vormgegeven door Europese wet- en regelgeving – overlapt op veel gebieden met de principes uit corporate governance codes.

In 2016 heeft de MCCG zich eveneens gericht op het monitoren van de naleving van de code en tevens op de herziening van de NCGC. De MCCG constateert ook in 2016 dat de algehele naleving van de NCGC, in lijn met eerdere boekjaren, hoog is. De code werd over boekjaar 2015 in 95% van de gevallen toegepast en in 2,1% van de gevallen wordt de code niet toegepast, maar wordt gemotiveerd van de bepalingen afgeweken.³⁸² De bepalingen die het minst worden nageleefd hebben betrekking op het bezoldigingsbeleid. Bepalingen die betrekking hebben op het contact met de aandeelhouders en het opstellen van een profielschets van de raad van commissarissen worden ook minder dan andere nageleefd. De MCCG stelt in haar verslag dat corporate governance in andere Europese landen volop in beweging is en dat verschillende landen hun code hebben aangepast.³⁸³

Corporate Governance principes in Nederland hebben tevens gestalte gekregen in de Code Banken 2010, uitgebracht door de Nederlandse Vereniging van Banken en de Governance Principles van het Verbond van Verzekeraars. Het mandaat van zowel de Monitoring Commissie Code Banken, alsook de Monitoring Commissie Governance Principles Verzekeraars liep in maart 2013 af. Beide commissies hebben in hun eindrapport vastgesteld dat de naleving van de codes hoog was. Banken en verzekeraars passen de principes inzake beloningsbeleid in de praktijk toe. Het onderwerp risicomanagement staat sinds de invoering van de codes bij de besturen en raden van commissarissen hoog op de agenda. De toegenomen aandacht voor risicomanagement uit zich in het instellen van risicocommissies en meer uitgebreide informatie over risicomanagement in de jaarverslagen.³⁸⁴ De Minister van Financiën stelt in zijn brief als reactie op de eindrapportages dat de financiële crisis heeft laten

381. Idem, p. 8.

382. Monitoring Commissie Corporate Governance Code, *Rapport Monitoring boekjaar 2015*, Den Haag: 2015, p. 10.

383. Idem, p. 11.

384. Monitoring Commissie Corporate Governance Code, *Corporate governance in beweging (eindrapport Commissie Streppel)*, Den Haag: 2013, te raadplegen via: <http://www.mccg.nl/slotdocument-streppel>; Stichting toetsing verzekeraars, *Uitkomsten monitoring Governance principes 2014*, Amsterdam: 2015, te raadplegen via: <https://www.verzekeraars.nl/actueel/nieuwsberichten/Documents/2015/Mei/Rapportage%20Governance%20principes%202014.pdf>.

zien dat gedrags- en cultuurverandering in de financiële sector noodzakelijk is.³⁸⁵ Het centraal stellen van het klantbelang is volgens de minister het belangrijkste aspect van deze ontwikkeling.³⁸⁶ Begin 2013 was onvoldoende resultaat bereikt ten aanzien van het herstellen van het vertrouwen van consumenten in de financiële sector. Het is, volgens de minister, in de eerste plaats aan de sector zelf om de gewenste gedrags- en cultuurverandering tot stand te brengen. De minister stelt dat de codes belangrijke instrumenten van zelfregulering zijn en dat zij van toegevoegde waarde zijn boven wetgeving, omdat zij een moreel appel doen op de banken en verzekeraars. De bepalingen uit de codes zijn in de periode 2010-2013 grotendeels in wetgeving verankerd en daarom hebben de commissies, gesteund door de minister, het voornemen geuit om de accenten van de codes meer op cultuur- en gedragsverandering te leggen.³⁸⁷ De vernieuwde Code Banken, als onderdeel van het pakket van de NVB 'Toekomstgericht bankieren', is op 1 januari 2015 in werking getreden.³⁸⁸ De inhoud van de nieuwe code heeft voornamelijk gestalte gekregen naar aanleiding van aanbevelingen van de Monitoring Commissie Code Banken, het rapport van de Commissie Structuur Nederlandse Banken, de kabinetsvisie Nederlandse Bankensector en de visie van de Nederlandse Vereniging van Banken, neergelegd in het rapport 'Een nieuwe balans – naar een dienstbare stabiele en competitieve bankensector'.³⁸⁹ De principes die sinds de publicatie van de eerste code zijn omgezet in wet- en regelgeving zijn niet meer opgenomen in de Code Banken 2015. De nieuwe Code Banken dient gezien te worden in onlosmakelijke samenhang met het Maatschappelijk Statuut, de bankierseed, de gedragsregels en het tuchtrecht. Centraal in de nieuwe code is het belang van een beheerste en integere bedrijfsvoering, dat zich laat uitsplitsen in principes gericht op het bestuur en de raad van commissarissen, op het gebied van risicomanagement, gedegen auditprocessen en een duurzaam en evenwichtig beloningsbeleid.³⁹⁰

3.2 Tekortkomingen in corporate governance

Een conclusie die breed gedragen is na de financiële crisis luidt dat de corporate governance van financiële instellingen ernstig is tekortgeschoten.³⁹¹ De nationale en Europese politiek, de toezichthouders, de sector zelf en de wetenschap zijn vrijwel unaniem tot dit inzicht gekomen. De kritiek op de corporate governance structuren van financiële instellingen werd nog scherper geuit dan de kritiek op de toezichthouders. In veel gevallen handelden de toezichthouders binnen de wettelijke kaders die voor hun toezichtbevoegdheid- en taak golden. Echter, de overheid en toezichthouders werden overvallen en overrompeld door de omvang

385. Kamerstukken II 2012/13, 32 013, nr. 28.

386. Zie ook: Broekhuizen 2016, p. 115 e.v.

387. Idem, p. 3.

388. Nederlandse Vereniging van Banken, *Toekomstgericht Bankieren*, Amsterdam: 2014.

389. Nederlandse Vereniging van Banken, *Een nieuwe balans – naar een dienstbare, stabiele en competitieve bankensector*, Amsterdam: 2013.

390. Nederlandse Vereniging van Banken, *Toekomstgericht Bankieren*, Amsterdam: 2014, p. 4.

391. S.M. Bainbridge, *Corporate Governance after the financial crisis*, Oxford: Oxford University Press 2012, p. 18-19; T. Clarke, 'Corporate governance causes of the financial crisis', in: W. Sun et al. (eds.), *Corporate Governance in the financial crisis: international perspectives*, Cambridge: Cambridge University Press 2011, p. 28; Broekhuizen 2016, p. 79.

en ernst van de financiële crisis.³⁹² De strategie, de risicobereidheid, de productontwikkeling, handelspraktijken, het personeelsbeleid, het beloningsbeleid en het interne toezicht zijn aspecten die grotendeels buiten het bereik van de toezichthouders lagen en werden gereguleerd door interne governance structuren. Het is begrijpelijk dat de effectiviteit en doelmatigheid van corporate governance in financiële instellingen fundamenteel ter discussie is gesteld, echter een grote katalysator voor de omvang van de financiële crisis valt in beginsel buiten de sfeer van de interne governance van instellingen en hangt samen met systeemrisico's³⁹³ en grote financiële schokken zoals het faillissement van Lehman Brothers in september 2008. De financiële crisis heeft in de eerste plaats aangetoond dat systeemrisico een grote bedreiging is voor de stabiliteit en – uiteindelijk – voor het voortbestaan van de financiële markt en reële economie.³⁹⁴ Korte termijn rendementsdenken, overdadige risicobereidheid en de ontwikkeling van overmatig complexe financiële producten worden als belangrijkste factoren gezien.³⁹⁵ Corporate governance in banken verschilt wezenlijk van niet-banken. Dit is een breed gedragen conclusie na de financiële crisis en de voornaamste aanleiding voor bank-specifieke corporate governance regelingen, zoals de Code Banken in Nederland. De Europese Commissie heeft in zijn 'Groenboek Corporate governance in financiële instellingen en het beloningsbeleid' duidelijk uiteengezet dat de bestaande corporate governance mechanismes in aanloop naar de crisis hebben gefaald. De volgende passage uit het Groenboek vat de knelpunten en tekortkomingen op accurate wijze samen:

'Ook al is corporate governance niet direct verantwoordelijke voor de crisis, toch heeft het ontbreken van effectieve controlemechanismen er veel toe bijgedragen dat de financiële instellingen buitensporige risico's hebben genomen. Deze algemene constatering is des te verontrustender omdat de corporate governance als methode voor het reguleren van het ondernemingsleven de afgelopen jaren vele deugden is toegedicht. Ofwel was het bestaande stelsel inzake corporate governance in de financiële instellingen niet adequaat, ofwel is het niet correct geïmplementeerd. In de financiële sector moet de corporate governance in gelijke mate rekening houden met de belangen van andere belanghebbenden (depositohouders, spaarders, houders van levensverzekeringspolissen, enz.) alsook met de stabiliteit van het financiële stelsel, omdat vele actoren een rol op systeemniveau spelen. Tegelijk is het van belang dat elk moreel risico wordt voorkomen en daarom ook dat de particuliere actoren niet onverantwoordelijk worden gemaakt. Het is dan ook aan de raad van bestuur, onder de controle van de aandeelhouders, om de toon aan te geven en met name

392. *Kamerstukken II 2011/12, 31 980, nr. 61 (Parlementaire Enquête Financieel stelsel)*, p. 420 e.v.

393. *Idem*, p. 546.

394. S.L. Schwarcz, 'Systemic Risk', *Georgetown Law Journal*, Vol. 97, 2008; S.L. Schwarcz, 'Systemic Risk and the financial crisis: protecting the financial system as a "system"', 2014; G. Scherf, *Financial stability policy in the Eurozone: the political economy of national banking regulation in an integrated monetary union*, London: Springer 2014, p. 2.

395. European Commission, Communication from the Commission to the Council and the European Parliament – Modernizing Company Law and Enhancing Corporate Governance in the European Union – A plan to move forward, COM(2003) 284 final.

de strategie, het risicoprofiel en de risicobereidheid van de onderneming die hij leidt, te bepalen.³⁹⁶

De Europese Commissie signaleert dat vanwege de bijzondere kenmerken en aard van financiële instellingen, corporate governance niet kan worden gereduceerd tot slechts een belangenconflict tussen de directie en aandeelhouders.³⁹⁷ Met name de gevolgen van een faillissement van een financiële instelling, de verwevenheid tussen financiële instellingen die een domino-effect kan veroorzaken, draagt bij aan dit inzicht. De financiële stabiliteit en economische groei is afhankelijk van banken en dit legt een groter belang bij de interne en externe governance in vergelijking met niet-banken. De rol van externe toezichthouders is groter dan bij niet-banken, omdat het financieel toezicht en de corporate governance van banken vergelijkbare doelstellingen hebben, toegespitst op: adequate structuren voor interne beheersing, risicobeheer, controle van financiële verslaggeving en naleving binnen financiële instellingen.³⁹⁸ De banken en financiële dienstverleners die in de crisis zwaar getroffen werden en/of ten onder gingen, opereerden (grotendeels) binnen de grenzen en regels van het vennootschapsrecht en, zoals onderzoek uitwijst, ook met inachtneming van de toen geldende regels inzake corporate governance.³⁹⁹ Een breed gedragen conclusie na de financiële crisis van 2008-2010 is echter dat de corporate governance regimes niet toereikend zijn geweest om de risico's, strategieën, het risicobeleid, de beloningscultuur en het interne toezicht adequaat te reguleren. In Nederland heeft dit inzicht ertoe geleid dat er naast de NCGC in 2010 een specifieke Code Banken is ingesteld. Deze gedragscode was gericht op het bevorderen van meer openheid en transparantie over het functioneren van de interne organen van banken en de wijze waarop risico's werden beoordeeld.⁴⁰⁰ Corporate Governance is in zijn oorspronkelijke vorm voornamelijk gericht op de relatie tussen het bestuur en management van een bedrijf enerzijds en haar aandeelhouders anderzijds.⁴⁰¹ De actuele betekenis van corporate governance omvat echter een verscheidenheid aan aspecten, waaronder risicomanagement, compliance, interne audit, interne controle en de maatschappelijke rol en verantwoordelijkheid ten aanzien van stakeholders in brede zin.⁴⁰² De corporate governance in banken is meer complex van aard in vergelijking met niet-banken.⁴⁰³ In 2015 is een vernieuwde Code Banken uitgebracht, waarin veel van de principes en best practices achterwege zijn gelaten. De voornaamste reden hiervoor is het gegeven dat deze normen

396. Europese Commissie, Groenboek inzake Corporate governance in financiële instellingen en het beloningsbeleid, COM (2010) 285 definitief, p. 2.

397. Deze beschouwing kan gezien worden als een kritiek op de traditionele principal-agent theorie van corporate governance.

398. Europese Commissie, Groenboek inzake Corporate governance in financiële instellingen en het beloningsbeleid, COM (2010) 285 definitief, p. 5.

399. De naleving van de NCGC wordt sinds 2005 jaarlijks onderzocht en de naleving bleek vanaf het begin hoog te zijn. Ondernemingen dienden middels een 'in control verklaring' over boekjaar 2004 te verklaren over risico's op het gebied van strategie en operationele zaken en de naleving van wet- en regelgeving. Deze verklaring was over de periode 2005-2008 niet meer verplicht. De herziene NCGC 2008, die op 1 januari 2009 in werking trad, bevatte ook geen verplichting voor een dergelijke 'in control verklaring' (zie ook: Nelemans 2013, p. 79-80 e.v.).

400. Monitoring Commissie Code Banken, *Bank en samenleving*, Amsterdam: 2015, p. 4.

401. Zie: Fentrop 2013, p. 7 e.v.

402. Group of 30, *Toward effective governance of financial institutions*, Washington: 2012.

403. K.J. Hopt, *Better governance of financial institutions*, Law Working Paper no 207/2013, ECGI 2013, p. 1.

gestalte hebben gekregen in Europese en Nederlandse wet- en regelgeving.⁴⁰⁴ Tegelijkertijd bestaat er een duidelijke overlap tussen de NCGC 2016 en Code Banken 2015 enerzijds en de formele wetgeving (financieel recht, ondernemingsrecht en direct werkend Europees recht) anderzijds.

De financiële crisis die begon in 2007 en escaleerde in 2008 heeft zich kunnen ontwikkelen tot een economische recessie en (in Europa) tot een staatsschuldcrisis vanwege instabiliteit en verlies van vertrouwen in onderling verbonden systemen.⁴⁰⁵ Toen de Amerikaanse investeringsbank Lehman Brothers in september 2008 failliet ging hadden weinigen de dagen ervoor kunnen voorzien dat de ‘fall-out’ wereldwijd zo groot zou zijn. De verwevenheid van financiële instellingen onderling en van de reële economie en overheidsfinanciën met de financiële sector is door deze crisis zichtbaar geworden. Dit heeft te maken met de wijze waarop financiële instellingen zijn gefinancierd, maar ook met de onderlinge afhankelijkheid betreffende de waarden van ‘assets’ die in de boekhouding staan. Op een volatiele markt handelen met ondoorzichtelijke en uiterst complexe producten is risicovol, met name omdat schokken en tegenslag niet opgevangen kunnen worden door een minimaal eigen vermogen en liquide middelen. De waarde van het eigen vermogen wordt daarnaast voor een deel bepaald door het gegeven dat andere financiële instellingen dezelfde waarde aan deze vermogensbestanddelen toekennen. Banken zijn van elkaar afhankelijk voor het betalingsverkeer, voor valutahandel en voor onderlinge (korte termijn) leningen. Omdat banken de mogelijkheid hebben om geld te scheppen en een monetaire waarde toe te kennen aan financiële producten en assets zijn ze onderling afhankelijk tot een punt dat het wegvallen van een collega instelling het hele systeem kan doen instorten. De crisis heeft het inzicht gebracht dat gebreken in corporate governance relevant zijn ten aanzien van micro- en macroprudentiële toezichtproblemen. De strategie, het risicomanagement en het interne toezicht van systeemrelevante banken zijn van invloed op de stabiliteit van de instelling zelf en tevens op het systeem waar de instelling onderdeel van uitmaakt.⁴⁰⁶

Sun, Stewart en Pollard (2012) stellen dat corporate governance niet alleen gefaald heeft in het voorkomen van de financiële crisis, maar dat in bepaalde opzichten de corporate governance systemen van financiële instellingen hebben bijgedragen aan de ernst van de crisis.⁴⁰⁷ De mate waarin risico’s zijn genomen, de prijzen van aandelen zijn gemanipuleerd en accountingregels zijn geschonden, kan deels herleid worden tot gebreken in corporate governance systemen, met name op het

404. Nederlandse Vereniging van Banken, *Toekomstgericht Bankieren*, Amsterdam: 2014, p. 3.

405. Zie ook: J. Goddard, P. Molyneux & J.O.S. Wilson, ‘Banking in the European Union: Deregulation, crisis and renewal’, in: A.N. Berger et al. (eds.), *The Oxford Handbook of Banking*, London: Oxford University Press 2015, p. 849 e.v.; P. Haynes, *Public Policy beyond the financial crisis, an international comparative study*, London: Routledge 2012.

406. Zie ook: J. Iqbal, S. Strobl & S. Vahamaa, ‘Corporate governance and the systemic risk of financial institutions’, *Journal of economics and business*, Vol. 82, 2015, p. 42-61; S.L. Schwarcz, ‘Perspectives on regulating systemic risk’, in: A. Anand (ed.), *Systemic risk, institutional design, and the regulation of financial markets*, Oxford: Oxford University Press 2016, p. 54.

407. W. Sun, J. Stewart & D. Pollard, ‘A systemic failure of corporate governance: lessons from the ongoing financial crisis’, 2012, voor het laatst geraadpleegd op 1 augustus 2017 via: <http://www.europanfinancialreview.com/?p=2042> (dit betreft een publicatie die alleen online verschenen is, derhalve ontbreken de paginanummers. Tot en met pagina 88 volg ik grotendeels de structuur en benadering van Sun, Stewart & Pollard 2012).

gebied van het beloningsbeleid, korte termijn winstmaximalisatie en intern toezicht. Sun et al. beschrijven drie verschillende visies op de verhouding tussen corporate governance en de financiële crisis. De eerste visie stelt dat corporate governance weinig tot geen invloed had op de crisis. Corporate governance is sinds de jaren zeventig beduidend verbeterd in westerse landen en beursgenoteerde bedrijven werden voor en tijdens de crisis op een adequate manier bestuurd. Cheffins (2009) stelt dat er geen verband bestaat tussen corporate governance en de crisis en baseert zijn standpunt voor een deel op een onderzoek naar 37 bedrijven die in 2008 van de S&P500 beurs zijn verwijderd.⁴⁰⁸ De corporate governance in deze ondernemingen functioneerde acceptabel tot goed en dit bleef zo tijdens de crisis. Adams (2009) vergeleek een groot aantal bedrijven in de periode 1996-2007 en concludeerde dat de corporate governance van financiële en niet-financiële bedrijven niet wezenlijk van elkaar verschilde. Volgens Adams waren Raden van Bestuur van banken die een bail-out hebben gehad meer onafhankelijk dan van banken die geen bail-out nodig hadden. Bankdirecteuren kregen eveneens minder beloningen dan directeuren van niet-financiële ondernemingen.⁴⁰⁹

Vanuit een tweede visie wordt een gebrekkige implementatie van corporate governance codes en principes in verband gebracht met de financiële crisis, terwijl de inhoud van de codes in zijn algemeenheid niet verkeerd is.⁴¹⁰ De OECD signaleerde in 2009 vier kwetsbare aspecten van corporate governance in financiële instellingen die hebben bijgedragen aan de crisis: het beloningsbeleid ten aanzien van bestuurders en management; risicomanagement, het beleid in de bestuurskamer en de rol en invloed van aandeelhouders. De OECD stelt dat deze vier aspecten nadrukkelijk behandeld werden in corporate governance principes en dat gebrekkige implementatie door beleidsmakers en ondernemingen de oorzaak is dat op deze punten grote gebreken zijn ontstaan.⁴¹¹ Ook in het Verenigd Koninkrijk is een vergelijkbare conclusie getrokken: de corporate governance codes bevatten geen wezenlijke tekortkomingen voorafgaand aan de crisis, maar de implementatie was gebrekkig.⁴¹²

Een derde visie is dat de financiële crisis deels veroorzaakt is door een systematisch falen van corporate governance.⁴¹³ Dit betrof niet alleen een gebrekkige implementatie, maar een structureel falen van institutionele regelingen door grote nadruk op de markt, zelfregulering, op eigen belang gericht menselijk handelen en het primaat van het aandeelhoudersbelang. Door Caulkin (2009) wordt gesteld dat de crisis zowel een falen betekent van de onzichtbare hand van de markt als van de

408. B.R. Cheffins, 'Did corporate governance "fail" during the 2008 stock market meltdown? The case of the S&P 500', ECGI Working Paper in Law, te raadplegen via: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1396126.

409. R. Adams, 'Governance and the financial crisis', ECGI Working paper series in finance, te raadplegen via: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1398583.

410. Sun et al. 2012.

411. OECD, *Corporate governance and the financial crisis: key findings and main messages*, Paris: 2009, te raadplegen via: <http://www.oecd.org/corporate/ca/corporategovernanceprinciples/43056196.pdf>.

412. Financial Reporting Council, *The UK approach to Corporate Governance*, London: 2010, p. 6-7, te raadplegen via: <https://www.frc.org.uk/getattachment/1db9539d-9176-4546-91ee-828b7fd087a8/The-UK-Approach-to-Corporate-Governance.aspx>.

413. Sun et al. 2012, te raadplegen via: <http://www.europeanfinancialreview.com/?p=2042>.

zichtbare hand van het management.⁴¹⁴ Hij beschrijft een cultuur waarin ondernemingen gericht waren op het bereiken van winst voor aandeelhouders en dat individuen gericht waren op eigen winstbejag. De rol van interne governance was het in één lijn brengen van (de belangen van) bestuurders en aandeelhouders door beloningen en sancties. De beloningen die gekoppeld waren aan de waarde van aandelen vormden een sterke prikkel voor managers om korte termijn waardecreatie na te streven en grote risico's te nemen. De grote hoeveelheden schuld en de markt voor 'corporate control' zorgden ervoor dat slecht presterende activa eenvoudig konden worden doorverkocht aan gretige bedrijven.

Sun et al. (2012) geven aan dat het niet eenvoudig is om vast te stellen welke visie op de rol van corporate governance in de financiële crisis juist is. Zij stellen dat daarvoor teruggedaan dient te worden naar de oorspronkelijke betekenis van corporate governance. De 'enge' opvatting van corporate governance legt de nadruk op de structuur van een onderneming en het functioneren van het bestuur en de aandeelhouders en de zakelijke besluitvormingsprocessen. De 'brede' visie op corporate governance richt zich voornamelijk op het doel van de onderneming en de vraag in wiens belang de onderneming gerund wordt. De vragen wie de onderneming runt, hoe de onderneming gerund wordt en hoe de risico's en opbrengsten gealloceerd zijn vormen ook wezenlijke vragen in de brede opvatting van corporate governance. Sun et al. (2012) stellen dat in het verlengde van de brede visie op corporate governance een verdeling gemaakt kan worden van vier aspecten van de governance van ondernemingen, regulerings-governance, markt-governance, stakeholder governance en interne (aandeelhouders) governance. Het systematisch falen van corporate governance in aanloop naar de crisis verwijst naar het falen van de hele set aan corporate governance, niet slechts enkele aspecten. Regulerings-governance heeft gefaald, omdat er sprake was van significante deregulering en gebrek aan deugdelijke regulering van de financiële sector. Markt-governance heeft gefaald, omdat de veronderstelling dat markten de meest efficiënte en rationele manier zijn voor de allocatie van resources, toezicht op ondernemingen en het bestraffen van slechte prestaties en misstanden. Dit gedachtegoed is gebaseerd op de neoklassieke economie en modern finance denkers. Op kapitaalmarkten is gebleken dat dit systeem niet werkt, omdat de waarde van aandelen geen reële reflectie gaf van tekortkomingen in management. Informatie-scheefheid zit als het ware verdisconteerd in het complexe systeem van de financiële markten en prijsvolatiliteit en schommelingen in liquiditeit waren het resultaat van handelingen van een veelvoud aan onafhankelijke en zich aanpassende marktparticipanten. Stiglitz (2013) benadrukt dat markten niet goed functioneren als informatie imperfect is.⁴¹⁵ De disciplinerende werking van de markt werkte niet goed in de periode voorafgaand aan de financiële crisis. Stakeholder governance heeft ook gefaald, omdat deze in wezen ontbreekt in het Anglosaksische shareholdermodel dat gangbaar is in de financiële sector. Werknemers, leveranciers, financiers en grote klanten kunnen in een onderneming met stakeholder governance invloed uitoefenen op het besluitvormingsproces binnen ondernemingen. Met name in Duitsland en Japan

414. S. Caulkin, 'Corporate apocalypse', *Management today* 2009.

415. Zie: J.E. Stiglitz, *Selected Works of Joseph E. Stiglitz: Volume II, Information and capital markets, applications to capital, labor and product markets*, Oxford: Oxford University Press 2013.

is dit een gangbare vorm van corporate governance.⁴¹⁶ Het gebrek aan de betrokkenheid van stakeholders in de Anglo-Amerikaanse corporate governance systemen is een reden dat deze gefaald heeft.⁴¹⁷ De interne governance van ondernemingen waar het Anglo-Amerikaanse governance model heerst heeft ook gefaald, omdat de scheiding van eigendom en bestuur wezenlijke tekortkomingen met zich brengt. De nadruk ligt op de verhouding tussen het bestuur, de aandeelhouders en het management en dit leidt tot weinig betrokken aandeelhouders die ondernemingen niet kritisch volgen.⁴¹⁸ Zowel institutionele beleggers als individuele aandeelhouders gedragen zich niet als eigenaar van de onderneming. Met name institutionele beleggers stimuleren een ondernemingsstrategie met grote risico's in aanloop naar de financiële crisis.⁴¹⁹ Hierbij kwam kijken tekortkomingen in de bestuurskamers, gebrek aan onafhankelijkheid, de overheersende rol van CEO's en machtsmisbruik.

De oplossing die Sun et al. (2012) aandragen voor een goed corporate governance systeem in een vrije markt is een systematische integratie van regulerings-governance, markt-governance, stakeholder governance en interne governance met voldoende flexibiliteit voor dynamische varianten in wijze van governance en mechanismen op verschillende tijden en in verschillende contexten. Een algemeen juridisch en regulerings-framework is nodig om de orde van vrije marktcompetitie te handhaven en voor goede governance. De financiële crisis heeft aangetoond dat striktere wet- en regelgeving in de financiële sector nodig is, waarbij tegelijkertijd rekening dient te worden gehouden met het reactieve effect van regulering op bedrijfsactiviteiten (in plaats van proactief). Overregulering of slechte regulering kan ook leiden tot marktfalen of faillissement van ondernemingen. Een balans dient te worden gevonden tussen economische en sociale doelen en tussen individuele en collectieve belangen. Een goed corporate governance systeem vindt een balans tussen de belangen van individuen, ondernemingen en de maatschappij. Een breuk met traditionele neoliberale economische overtuigingen is hiervoor nodig, want governance systemen die op dit gedachtengoed waren gestoeld hebben bijgedragen aan de financiële crisis.⁴²⁰

De meest gezaghebbende bron van corporate governance principles zijn de G20/OECD 'Principles of corporate governance', die voor het eerst in 1999 uitgebracht werden, met een eerste revisie in 2004. De laatste versie is in 2015 uitgebracht.⁴²¹ De belangrijkste redenen voor deze update waren lessen die getrokken zijn uit de financiële crisis, de toename van grensoverschrijdend eigenaarschap en de wijze waarop de aandelenmarkten functioneren. Wat opvalt is dat de financiële

416. H.M. Dietl, *Capital markets and corporate governance in Japan, Germany and the United States: organizational response to market inefficiencies*, London: Routledge 2002.

417. T. Miloud, 'Placing stakeholder theory within the debate on Corporate social responsibility', in: S. Boubaker & D.K. Nguyen, *Corporate governance and corporate social responsibility*, London: World Scientific Publishing Co. Pte. Ltd. 2015, p. 536.

418. A. Davies, *Best practices in corporate governance: building reputation and sustainable success*, Oxon: Routledge 2006, p. 7.

419. Zie ook: R. Mark, 'The quality of corporate governance within financial firms in stressed markets', in: J.P. Hawley et al. (eds.), *Corporate governance failures: the role of institutional investors in the global financial crisis*, Philadelphia: Penn 2011, p. 56.

420. Sun et al. 2012, te raadplegen via: <http://www.europeanfinancialreview.com/?p=2042>.

421. G20/OECD, *Principles of Corporate Governance*, Paris: OECD Publishing 2015.

crisis buiten de ene vermelding in de ‘preface’ verder niet genoemd wordt. In 2011 bracht de G20/OECD een supplement op de corporate governance principles uit, in de vorm van de ‘Board practices, incentives and governing risks’.⁴²² De nadruk ligt op de conclusie dat de OECD principles op een gebrekkige wijze zijn geïmplementeerd in landen over de wereld en dat met name de principles die het beloningsbeleid normeren niet goed zijn geïmplementeerd. De OECD heeft na de financiële crisis initiatieven ontplooid om in kaart te brengen waarom de regulering van het beloningsbeleid en risicomanagement, in lijn met de ‘Principles of Corporate Governance’, niet adequaat is verlopen.⁴²³ In aanloop naar en tijdens de financiële crisis gold de versie van de principles uit 2004. De uitgangspunten van de 2004 principles waren een hoog gehalte aan transparantie, aansprakelijkheid, toezicht op het bestuur en respect voor de rechten van aandeelhouders en de rol van sleutelstakeholders. De basis van een deugdelijk corporate governance systeem is niet verlaten door de OECD, ook is niet gesteld dat de principles zijn tekortgeschoten, in het licht van de financiële crisis. Het doel van de OECD principles is het helpen van beleidsmakers en wetgevers om de juridische- toezicht- en institutionele frameworks van corporate governance regimes te evalueren en te verbeteren. De belangrijkste doelen daarbij zijn het bevorderen van economische efficiency, duurzame groei en financiële stabiliteit. Het geven van de juiste stimulans aan aandeelhouders, bestuursleden en management en financiële tussenpersonen en serviceproviders is daarbij een belangrijk gegeven.⁴²⁴ De principles zijn niet juridisch bindend, maar zijn desondanks vaak geïmplementeerd in wet- en regelgeving en hebben via deze weg een juridische status gekregen.⁴²⁵ De definitie die de G20/OECD anno 2015 geeft voor corporate governance systemen is:

‘The corporate governance framework should promote transparent and fair markets, and the efficient allocation of resources. It should be consistent with the rule of law and support effective supervision and enforcement.’⁴²⁶

Dit kan gezien worden als de moderne visie op corporate governance en de wijze waarop het systeem dat dit reguleert benaderd dient te worden.⁴²⁷ De invulling die

422. OECD, *Board practices: incentives and governing risks, corporate governance*, Paris: OECD Publishing 2011.

423. Directorate for financial and enterprise affairs — OECD steering group on corporate governance, *Corporate governance and the financial crisis — conclusions and emerging good practices to enhance implementation of the Principles*, Paris: OECD Publishing 2010.

424. G20/OECD 2015, p. 9.

425. Idem, p. 15.

426. Idem, p. 13.

427. De G20/OECD specificeren de doelstellingen van bovenstaand raamwerk als volgt:

— Overheden dienen te monitoren of hun governance raamwerk, waaronder wet- en regelgeving, bijdraagt aan de instandhouding en versteviging van de bijdrage aan de integriteit van de markt en economische prestaties.

— De verschillende elementen van de nationale corporate governance raamwerken dienen daarbij in hun onderlinge samenhang in ogenschouw te worden genomen. Deze elementen zijn: wetgeving, regulering, zelfregulering, vrijwillige naleving van goede handelspraktijken die horen bij de traditie van de respectievelijke landen.

— De goede ondernemingspraktijken uit de corporate governance frameworks dienen in overeenstemming te zijn met de heersende wet- en regelgeving en tevens transparant en afdwingbaar te zijn.

— De toebedelg van verantwoordelijkheid aan de verscheidene overheidsorganen dient duidelijk gearticuleerd en gedefinieerd te zijn, met het oog op het algemene belang.

de G20/OECD geeft aan corporate governance schetst een complex beeld van enerzijds interne ondernemingsaspecten en anderzijds extern toezicht en regulering. Een nadrukkelijk belang wordt toegekend aan de juridische status en naleving van corporate governance regimes. De bescherming van aandeelhoudersrechten en de positie van kapitaalverschaffers zijn onverminderd twee van de meest vooraanstaande doelstellingen van een corporate governance regime.⁴²⁸ Echter, een duidelijke paradigmaverschuiving is zichtbaar waarbij de financiële markten, de reële economie en de gehele maatschappij gezien worden als stakeholders aan wier belang in toenemende mate gewicht wordt toegekend.⁴²⁹

In juli 2015 bracht het Basel Committee on Banking Supervision de 'Revised principles for enhancing corporate governance' uit, de opvolger van de 'Principles for enhancing corporate governance' uit 2010.⁴³⁰ De financiële crisis had aanleiding gegeven om de principles verder aan te scherpen, nadat de eerste versie in 1999 was uitgebracht met een revisie in 2006 en een tweede revisie in 2010. De belangrijke rol van banken als intermediair in de economie, de markt en maatschappij maakt dat tekortkomingen in corporate governance grote problemen kunnen veroorzaken. Het Basel Committee onderstreept het belang van corporate governance voor individuele banken en het internationale financiële systeem als geheel en vereist doelgericht toezicht. Doeltreffende en effectieve corporate governance is onmisbaar bij het bereiken en handhaven van maatschappelijk vertrouwen, wat onmisbaar is voor het goed functioneren van de economie en financiële sector. Slechte corporate governance draagt bij aan faillissementen van banken, wat enorme maatschappelijke kosten met zich brengt. In een bancaire sector regelt corporate governance, aldus het Committee, de allocatie van autoriteit en verantwoordelijkheid op een wijze dat de ondernemingsactiviteiten van een bank geregeld worden door het senior management.⁴³¹

Het Basel Committee onderstreepte in 2010 dat er na de publicatie van de principles veel gevallen van gefaalde corporate governance zijn geweest, dit is met name zichtbaar geworden in de financiële crisis.⁴³² De problemen betroffen met name: i) onvoldoende overzicht door het bestuur; ii) onvoldoende risicomanagement; iii) onnodig complexe en ondoorzichtelijke organisatiestructuur van banken en activiteiten.⁴³³ Tegen deze achtergrond heeft het Basel Committee haar principles herzien. Een juiste implementatie van de principles door ondernemingen en adequaat toezicht door de financiële toezichthouders wordt benadrukt. Hierin valt de

– De regulering van effectenhandel en aandelenmarkten dient ter ondersteuning van effectieve corporate governance. De autoriteit, onafhankelijkheid en integriteit van toezichthoudende en regulerende instanties dient gewaarborgd te zijn. Het toezicht dient plaats te vinden op een tijdige, transparante en voldoende onderbouwde wijze (G20/OECD2015, p. 13 e.v.).

428. Idem, p. 19.

429. S. Hirota, *Corporate finance and governance in stakeholder society: beyond, shareholder capitalism*, Oxon: Routledge 2015; M. Hopkins, *Corporate social responsibility and international development, is business the solution*, London: Earthscan 2007, p. 33.

430. Basel Committee on Banking Supervision, *Guidelines, Corporate governance principles for Banks*, BIS: 2015.

431. Idem, p. 20 (Principle 4).

432. Basel Committee on Banking Supervision, *Principles for enhancing corporate governance*, BIS: 2010, p. 13.

433. Idem, p. 13.

opvatting van de OECD waar te nemen: de corporate governance principes zijn juist en passend, maar het gebrek ligt bij de implementatie en het toezicht niet op de normen die besloten liggen in de corporate governance systemen.⁴³⁴ De principes van het Basel Comité zijn een voortvloeisel van de corporate governance principes van de OECD.⁴³⁵ De nadruk in de 2015 versie van de Basel-principes ligt op: i) het vergroten van de verantwoordelijkheid van het bestuur, met name ten aanzien van de implementatie van effectieve systemen voor risicomanagement; ii) een verdere verduidelijking van de elementen van een robuust 'risk governance framework', waaronder begrepen de verantwoordelijkheden van de business units, de risicomanagementteams en interne audit; iii) het bieden van richtlijnen voor banktoezichthouders in de evaluatie van het proces waarmee banken hun bestuurders en senior management selecteren en iv) het beoordelen van een passend beloningsbeleid waarmee acceptabel risico-nemend gedrag wordt bewerkstelligd en dat bijdraagt aan een degelijke risicocultuur.⁴³⁶

De Europese Unie heeft eveneens vastgesteld dat buitensporige risico's die in de bankensector zijn genomen in aanloop naar de crisis toegerekend moeten worden aan tekortkomingen in corporate governance.⁴³⁷ Niet alleen in de lidstaten heeft dit tot het falen van financiële instellingen geleid, maar over de hele wereld zijn systeemproblemen ontstaan. Het zeer algemene karakter van de principes uit corporate governance regelingen gecombineerd met het vrijblijvende karakter hebben geleid tot onvoldoende implementatie van deugdelijke corporate governance systemen. De codes zijn voornamelijk op vrijwillige naleving gebaseerd en dit wordt in de CRD IV-richtlijn als een wezenlijk probleem beschreven. Het ontbreken van doeltreffende controlemechanismen in financiële instellingen heeft geleid tot gebrekkig toezicht op bestuurshandelingen. Hierdoor is ruimte ontstaan voor kortzichtige en riskante bestuursstrategieën. Een onduidelijkheid bij externe toezichthouders over het toezicht op de interne governance van financiële instellingen heeft afbreuk gedaan aan de doeltreffendheid van toezicht op de interne governance. In de Richtlijn wordt een duidelijke relatie gelegd tussen corporate governance en risicomanagement.⁴³⁸ De richtlijn verplicht lidstaten om beginselen en normen in te voeren die een doeltreffend toezicht door het leidinggevend orgaan mogelijk maken en moeten leiden tot een gezond risicoklimaat op alle niveaus van beleggingsinstellingen en kredietinstellingen. Tevens dienen lidstaten ervoor te zorgen dat de financiële toezichthouders in de gelegenheid zijn om de interne governance systemen te beoordelen. De beginselen en normen die lidstaten moeten ontwikkelen voor kredietinstellingen en beleggingsinstellingen dienen recht te doen aan de complexiteit, de aard en de schaal van de instellingen. De best practices en principes die in de lidstaten golden voor en tijdens de financiële crisis waren, naar het oordeel van de EU, niet toereikend voor kredietinstellingen en beleginstellingen.

De tekortkomingen van corporate governance van banken, verzekeraars, beleggingsinstellingen, pensioenfondsen moeten onderscheiden worden van prudentiële

434. Idem, p. 13.

435. Idem, p. 3.

436. Idem, principle 1 t/m 13.

437. CRD IV, overweging (53).

438. CRD IV, overweging (54).

problemen en systeemrisico's. Een doeltreffende en effectieve interne governance laat onverlet dat het faillissement van een grote marktdeelnemer het gehele systeem in gevaar kan brengen. Dit geldt in het bijzonder voor grote internationale universele banken die in wezen meerdere financiële instellingen omvatten. Een bank die actief is in de traditionele bankactiviteiten, maar eveneens opereert als beleggingsinstelling (broker/dealer) en verzekeraar heeft een wezenlijk ander risicoprofiel ten opzichte van een traditionele nutsbank, waar de activiteiten beperkt blijven tot het verstrekken van particuliere en zakelijke leningen, hypothecaire leningen en het aanbieden van spaarproducten.⁴³⁹ Nergens ligt dit zo scherp als bij de universele banken die mogen handelen voor eigen gewin, het zogenoemde 'proprietary trading'.⁴⁴⁰ Deze banken nemen voor eigen rekening deel aan de effectenmarkt en verhogen daarmee hun risicoprofiel aanzienlijk. Het bestaan van grote internationale financiële conglomeraten met bijgaande systeemrisico's is echter geen falen van corporate governance, maar is een politieke kwestie en een reguleringsdilemma. Er zijn geen belemmeringen in nationale en internationale financiële regulering voor het bestaan van internationale universele banken met een balanstotaal van een kleine staat. Het bestaan van het 'too big to fail'-probleem kan ook niet (volledig) toegerekend worden aan ontoereikende governance structuren.⁴⁴¹ De lage kapitaaleisen die golden voor en tijdens de financiële crisis zijn ook aspecten die vallen in de sfeer van de politieke besluitvorming en de rol van de financiële toezichthouders. Financiële instellingen opereren in een hyper-competitieve markt, waarbij het vrijwillig aanhouden van een hoger eigen vermogen, meer liquiditeit en lagere leverage-ratios ten opzichte van concurrenten ervoor kan zorgen dat het voortbestaan van een onderneming in gevaar komt (vanwege een concurrentiële achterstand).

Een beschouwing over de tekortkomingen van corporate governance in financiële instellingen dient in de eerste plaats te duiden waarin corporate governance van financiële instellingen verschilt ten opzichte van niet-financiële instellingen en de markten waarop zij actief zijn.⁴⁴² Traditionele corporate governance systemen zijn gericht op een regulering van de relatie tussen aandeelhouders, bestuurders en commissarissen. De codes die ontwikkeld zijn richten zich op deze relaties en de knelpunten die hiermee gepaard gaan. De corporate governance codes kunnen gezien worden als een aanvulling op het ondernemingsrecht en dan met name de open normen. Boekhoudfraudes zijn wereldwijd de voornaamste redenen geweest voor het opstellen en uitvaardigen van gedragscodes voor beursgenoteerde ondernemingen. Bescherming van aandeelhouders is een primaire doelstelling van corporate governance systemen en ligt ook ten grondslag aan een groot deel van het ondernemingsrecht. De aansprakelijkheid van aandeelhouders ten opzichte van

439. A.D. Morrison, 'Universal Banking', in: A.N. Berger et al. (eds.), *The Oxford Handbook of Banking*, Oxford: Oxford University Press 2015, p. 113 e.v.

440. J.R. Barth, A. Prabhā & C. Wihlborg, 'The Dodd-Frank Act: Key features, implementation progress and financial system impact', in: J.R. Barth & G.G. Kaufman (eds.), *The first financial crisis of the 21st century: a retrospective*, London: World Scientific Publishing Co. Pte. Ltd. 2016, p. 367.

441. Zie over dit onderwerp: S. Bhagat, *Financial crisis, corporate governance, and bank capital*, Cambridge: Cambridge University Press 2017.

442. C.A. Mallin, 'Introduction and overview', in: C.A. Mallin (ed.), *Handbook on corporate governance in financial institutions*, Cheltenham: Edward Elgar Publishing 2016, p. 1.

de onderneming is zeer beperkt, feitelijk tot het bedrag dat geïnvesteerd is.⁴⁴³ Dit kan ertoe leiden dat aandeelhouders een strategie ambiëren die in een korte tijd de meeste winst en rendement oplevert. Aandeelhouders hebben daarmee wel voordelen van een dergelijke risicovolle strategie, maar – buiten faillissement – weinig nadelen. De beperking van de aansprakelijkheid van bestuurders en commissarissen van financiële instellingen is ook relevant in het licht van de strategie en risicobereidheid van financiële instellingen. Beursgenoteerde instellingen die niet actief zijn op financiële markten hebben een ander risicoprofiel in vergelijking met banken, verzekeraars en beleggingsinstellingen. Desondanks zijn dezelfde governance regelingen van toepassing op de verschillende actoren binnen de onderneming. De financiële markten functioneren anders dan markten voor niet-financiële ondernemingen, de producten en handelspraktijken verschillen eveneens wezenlijk. De aansprakelijkheidsregimes en risico's voor investeerders en aandeelhouders van banken waren voor de crisis vergelijkbaar met die van investeerders en aandeelhouders van niet-bancaire ondernemingen. Aangezien bij een faillissement van een bank een impliciete zekerheid gold dat de onderneming gered zou worden kon in deze gelijke positie van aandeelhouders en investeerders een (moreel en/of juridisch) knelpunt herkend worden. De interventiewet,⁴⁴⁴ op grond waarvan de onteigening van SNS-aandelen heeft plaatsgevonden, en de invoering van het Europese bail-in mechanisme heeft het risicoprofiel voor aandeelhouders van banken en investeerders significant gewijzigd. Als het voortbestaan van een bank wordt bedreigd kan eerst het aandeelhoudersvermogen aangesproken worden ten behoeve van een reddingsactie of ordelijke afwikkeling van de bank.⁴⁴⁵

Het is boven iedere maatschappelijke, politieke of wetenschappelijke discussie verheven dat bepaalde complexe financiële producten, met name derivaten, een zeer schadelijk effect hebben gehad op financiële markten en instellingen.⁴⁴⁶ De voornaamste casus betreft de handel in 'asset backed securities' (ABS) en in het bijzonder 'collateralized debt obligations' (CDO). De oorspronkelijke vorm van ABS is de 'mortgage backed security' (MBS), waarin pools van hypothecaire leningen gebundeld worden en gerangschikt naar risicoprofiel, om verkocht te worden aan institutionele beleggers. De bundeling en het doorverkopen van leningen bleef in aanloop naar de financiële crisis niet beperkt tot hypotheekleningen. Door middel van het proces van securitisatie⁴⁴⁷ zijn effecten gemaakt door het samenvoegen van verschillende soorten leningen (creditcardleningen, studentenleningen, autoleningen en andere niet-hypothecaire leningen).⁴⁴⁸ Het gebrek aan transparantie in het proces van securitisatie en het enorme lucratieve karakter van het doorverkopen

443. P. Mantysaari, *Comparative Corporate Governance: shareholders as a rule-maker*, New York: Springer 2005, p. 31.

444. *Stb.* 2012, 241.

445. B. Bierens, 'Over het besluit tot nationalisering van SNS Reaal en de rechterlijke toetsing daarvan; terugkijken en vooruitblikken', *TFR* 2013-15; A.D.S. Hoebal & J.J.A. Wiercx, 'Bail-in: over de (wettelijke) beperking van rechten van crediteuren', *MvV* 2013, p. 269-278.

446. Zie: I. Ramlall, *The impact of the subprime crisis on global financial markets, banks and international trade: a quest for sustainable policies*, Newcastle upon Tyne: Cambridge Scholars Publishing 2013, p. 153 e.v.

447. Zie: R.M. Wibier, 'The credit crisis and securitisation', *European Journal of Commercial Contract Law*, 2011-3/4, p. 83 e.v.; De Groot 2010, p. 66 e.v.

448. Zie: S. Baig & M. Choudhry, *The mechanics of securitization: a practical guide to structuring and closing asset backed security transactions*, New Jersey: John Wiley & Sons 2013.

van leningen heeft wereldwijd tot enorme schade geleid. Een financiële instelling die leningen bundelde en deze doorverkocht werd zelf niet (meer) blootgesteld aan het risico van default door de schuldenaren. Dit risico kwam te liggen bij de organisaties die de gebundelde leningen kocht. Een extra complicerende factor werd gevormd door de verzekeringen die konden worden afgesloten als bescherming tegen default van de schuldenaren.

Een CDO is een bijzondere vorm van ABS, omdat deze op de markt wordt gebracht door een Special Purpose Vehicle (SPV). Een SPV is een bedrijfsonderdeel dat speciaal wordt opgericht voor de uitgifte van de CDO's. De meest complexe CDO is de 'gestructureerde finance' CDO, met als 'asset backed securities', 'mortgage backed securities' en vastgoed-trusts als onderliggende schulden.⁴⁴⁹ Deze leningen werden gebundeld en vervolgens 'opgeknip' in tranches met verschillende risicoprofielen. De meest veilige bundels hadden een rating van AAA. Iedere tranche had een eigen rating, afhankelijk van de kans dat de schuldenaren zouden nalaten om hun betalingsverplichtingen te voldoen. De tranches hadden dezelfde looptijd en het rendement dat betaald werd was afhankelijk van de creditrating. De tranches met de laagste creditrating gaven het hoogste rendement, maar eveneens de hoogste kans op een 'default'. De rating-agencies hebben een grote invloed gehad op de ontwikkelingen rondom gesecuritiseerde leningen. Er zijn grote pakketten gesecuritiseerde hypotheeklen uit de Verenigde Staten gekwalificeerd als 'investor grade' en daarmee geschikt geacht voor de verkoop aan institutionele investeerders, zoals pensioenfondsen. Tijdens en na de crisis is gebleken dat ook de ABS's die door de ratingsbureaus als zeer veilig waren betiteld risicovol waren.⁴⁵⁰

Hoewel de securitisatie van leningen een degelijke optie kan bieden voor het diversifiëren van risico en juist ontwikkeld is als instrument voor risicospreiding levert de uitgifte van CDO's een veelvoud aan juridische en financiële knelpunten op.⁴⁵¹ De complexiteit en onoverzichtelijkheid van het proces is het voornaamste probleem.⁴⁵² De SPV's die de verschillende tranches uitgeven opereren buiten het zicht van toezichthouders en wetgevers en ook de regels inzake corporate governance zijn naar hun aard niet op deze bedrijfsonderdelen van toepassing. Omdat een SPV een eigen rechtsvorm is, zijn de leningen en assets die via securitisatie als CDO's verkocht worden van de boekhouding van de oorspronkelijke uitgevende financiële instelling gehaald. Zowel het ondernemingsrecht, het financieel recht als corporate governance codes hebben weinig tot geen invloed gehad op securitisatie en het oprichten en besturen van SPV's. Dankzij de 'investor grade' rating van de agencies konden de CDO's wereldwijd verkocht worden aan institutionele beleggers die vanwege wet- en regelgeving alleen mochten investeren in AAA-rated securities. Toen de onderliggende leningen in de crisis beduidend minder veilig en solide bleken te zijn (lang niet AAA-waardig) werden enorme verliezen geleden en kwamen

449. J.C. Hull, *Risk Management and financial institutions*, New Jersey: John Wiley & Sons 2015, p. 128.

450. H.P.A. Boogaard, *Toezicht op banken: kredietcrisis, eurocrisis, Europese bankenunie en bankencrisismanagement*, Zutphen: Uitgeverij Paris 2016, p. 23-24.

451. J.J. de Vries Robbe, *Securitization law and practice – in the face of the credit crunch*, Alphen aan den Rijn: Kluwer Law International 2008, p. 197 e.v.

452. T. Burns, 'The shadow banking system as a new source of financial turmoil', in: K. Alexander & R. Dhumale (eds.), *Research handbook on international financial regulation*, Cheltenham: Edward Elgar 2012, p. 35.

financiële instellingen die veel geïnvesteerd hadden in CDO's in acute problemen. Na de financiële crisis is de wet- en regelgeving rond securitisaties aangescherpt, met name op het gebied van transparantie en rating.⁴⁵³ De invoering van de 'retentie-eis' van 5% op grond van art. 405 CRR geldt als een van de meest uitgesproken maatregelen gericht op het beheersen van de risico's die kleven aan het securitisatieproces.⁴⁵⁴

De structuur van de financiële markten maakt dat een deel van deze wereld zich buiten het vizier en bereik van wetgevers en toezichthouders begeeft. Schaduwbanken heeft betrekking op financiële instellingen en transacties die bestaan buiten de traditionele bancaire wereld.⁴⁵⁵ In Nederland wordt voor schaduwbanken de volgende definitie gehanteerd: 'het schaduwbankwezen kan worden gezien als een systeem waar bankachtige activiteiten (zoals krediet-intermediatie) plaatsvinden buiten het reguliere bankwezen om. Bij deze activiteiten komen bankachtige risico's kijken.'⁴⁵⁶ Instellingen die actief zijn op deze parallelle financiële markten zijn de eerdergenoemde SPV's, hedge funds, 'money market mutual funds', non-bank government sponsored enterprises, investmentbanks en de instellingen die securities uitlenen. Dit zijn bedrijven die vaak niet aan landsgrenzen gebonden zijn en die onderdeel uitmaken van de geglobaliseerde financiële sector. Het schaduwbankwezen is niet klein in omvang, in 2014 werd geschat dat de instellingen tezamen een waarde vertegenwoordigen van 67 triljoen dollar wereldwijd. In Nederland bleek uit onderzoek van DNB in 2016 dat het schaduwbankwezen in Nederland kleiner is dan werd verondersteld: 207 miljard euro.⁴⁵⁷ De Financial Stability Board (FSB) heeft in 2016 een nieuwe risicogebaseerde definitie van schaduwbanken ontwikkeld. In de Kamerbrief van 19 januari 2016 verwijst de Minister van Financiën naar deze nieuwe definitie. Onder schaduwbanken worden verstaan niet-banken die: i) een onderdeel uitmaken van een kredietintermediatie; ii) niet onder het toezicht vallen dat voor banken gelden; iii) en bankachtige activiteiten ontplooiën met de volgende eigenschappen: looptijd-transformatie (het aantrekken van middelen voor korte termijn en het uitzetten van deze middelen voor de lange termijn); liquiditeits-transformatie: het omzetten van liquide middelen naar minder liquide middelen; leverage, het vergroten van posities met vreemd vermogen of door de aankoop van derivaten.⁴⁵⁸

Schaduwbanken vallen in de categorie van 'Other Financial Institutions' (OFI's). In Nederland zijn dit alle financiële instellingen die geen verzekeraars, banken of pensioenfondsen zijn. Als de Nederlandse OFI-sector bekeken wordt vanuit de definitie van de FSB dan valt 96% buiten het schaduwbankwezen, aldus de minister in zijn kamerbrief. In 2016 constateerde DNB dat de omvang van de OFI's in Nederland 5552 miljard euro betreft, waarvan 207 miljard tot het schaduwbankwezen kan

453. Regeling securitisaties Wft 2010, *Stb.* 2011, 672; CRD IV, Art. 82.

454. <http://www.toezicht.dnb.nl/2/50-229906.jsp>.

455. V. Lemma, *The shadow banking system: creating transparency in the financial markets*, Hampshire: Palgrave Macmillan 2016, p. 17-18.

456. Kamerbrief onderzoek DNB naar Nederlandse schaduwbanken, 19 januari 2016, p. 1.

457. DNB, *Scherper licht op financiële stabiliteitsrisico's van het schaduwbankwezen*, Amsterdam: 2015, p. 9.

458. Kamerbrief, 19 januari 2016, p. 1-2.

worden gerekend.⁴⁵⁹ De instellingen die onder deze definitie vallen zijn met name grote internationale ondernemingen met geldstromen van en naar Nederlandse bedrijfsonderdelen. Ook buitenlandse banken, verzekeraars en beleggingsinstellingen die onderdeel uitmaken van een buitenlandse maatschappij en niet onder Nederlands toezicht vallen kunnen tot het schaduwbankwezen gerekend worden. De instellingen die in Nederland tot het schaduwbankwezen gerekend kunnen worden zijn voornamelijk open-eind beleggingsfondsen en securitisatie-vehikels. Open-eind beleggingsfondsen zijn fondsen van waaruit beleggers op ieder moment hun investering kunnen terugtrekken. Het risico dat met deze instellingen gepaard gaat is dat een besmettingsrisico kan ontstaan als bij verslechterde marktomstandigheden, onderliggende assets geliquideerd moeten worden en investeerders uit deze fondsen hun geld terugvragen.⁴⁶⁰ De verliezen die dan geleden worden kunnen ook effect hebben op andere financiële instellingen. Het kan ook liquiditeitsproblemen geven voor moedermaatschappijen van deze open-eind beleggingsfondsen.⁴⁶¹

De Minister van Financiën stelt in zijn brief dat securitisatie-vehikels een grote rol hebben gespeeld in aanloop naar de financiële crisis.⁴⁶² Er zijn na de crisis regels ingevoerd die dit risico verkleinen. Zo mogen banken securitisaties alleen van hun balans halen als een aanzienlijk deel van het risico is overgedragen naar de investeerder (en niet alleen de minst risicovolle tranches). Uitgevers van securitisaties dienen ook minstens 5% op hun eigen balans te houden. Deze regel is ingevoerd om 'moral hazard' tegen te gaan, immers: als de onderliggende kredieten slecht presteren dan heeft dit ook negatieve gevolgen voor de uitgevende instantie.⁴⁶³ Door deze regel wordt 'skin in the game' bij de instantie die securitisaties uitgeeft gecreëerd.⁴⁶⁴ In Nederland is een groot deel van de securitisatie-vehikels geconsolideerd op de balans van banken en verzekeraars die de securitisaties hebben uitgegeven. De balansen van deze banken en verzekeraars staan onder regulier financieel toezicht en daarom vallen deze securitisatie-vehikels niet onder de definitie van schaduwbanken zoals ontwikkeld door de FSB. De omvang van securitisatie-vehikels die niet op Nederlandse balansen staat en daarmee als schaduwbanken kunnen worden aangemerkt is 81 miljard euro.⁴⁶⁵ Het is niet duidelijk op welke wijze op deze voornamelijk buitenlandse securitisatie-vehikels toezicht wordt gehouden. Omdat na de crisis wereldwijd de regels omtrent securitisaties zijn aangescherpt is de omvang van het aantal securitisatie-vehikels drastisch afgenomen. Volgens DNB (2015) vormen deze securitisatie-vehikels een beperkt stabiliteitsrisico.⁴⁶⁶

De Verenigde Naties, uit hoofde van de 'United Nations Conference on Trade and Development', concludeerde in 2010 dat de financiële crisis meerdere oorzaken

459. Idem, p. 2.

460. Meer uitgebreid over besmettingsrisico, zie: Broekhuizen 2016, p. 57.

461. Idem, p. 3.

462. Idem, p. 3; DNB 2016, p. 10.

463. S.L. Schwarcz, 'Securitization and structured finance', in: G. Caprio et al. (eds.), *Handbook of key global financial markets, institutions and infrastructure*, London: Elsevier Inc. 2013, p. 571.

464. M. Segoviano, B. Jones, P. Lindner & J. Blankenheim, *Securitization: the Road ahead*, IMF Staff Discussion Note, IMF 2015, p. 11.

465. DNB 2015, p. 24.

466. Idem, p. 43.

kent.⁴⁶⁷ Kwetsbaarheden in nationaal en internationaal toezicht, maar ook falende corporate governance systemen zijn de oorzaak van de omvang en ernst van de crisis. Met name de corporate governance principes die handelen over het risicomanagement van financiële ondernemingen hebben gefaald. De UNCTAD is net als de OECD van mening dat niet de kwaliteit van de corporate governance principes het probleem heeft doen ontstaan, maar gebrekkige implementatie.⁴⁶⁸ De financiële crisis is ontstaan met het ineenstorten van de Amerikaanse hypotheekmarkt en had zich eind 2008 wereldwijd verspreid omdat financiële ondernemingen massaal geïnvesteerd hadden in verpakte Amerikaanse hypotheek (MBS). Er zijn volgens de VN macro- en micro-economische factoren te duiden voor deze ontwikkeling.⁴⁶⁹ Het uitgebreide monetaire beleid gecombineerd met lagere rentes heeft een asset-bubbel veroorzaakt, met name in de hypotheekmarkt.⁴⁷⁰ Een enorme groei van het schaduwbankwezen heeft ook bijgedragen aan de omvang van de financiële risico's, waaraan ook de reguliere financiële sector blootstond.⁴⁷¹ Het gegeven dat schaduwbanken niet onder financieel toezicht staan heeft een grote invloed gehad op de opgebouwde risico's buiten het vizier van nationale en internationale toezichthouders. Deze schaduwbanken hebben met geleend geld massaal geïnvesteerd in rommelhypotheek en de werkelijke risico's van deze assets was niet in te schatten. Toen het systeem instortte en banken stopten om elkaar geld te lenen verdween de liquiditeit uit het financiële systeem. Op 7 april 2008 (vijf maanden voor de val van Lehman Brothers) werd door het Financial Stability Forum gesteld dat er grote tekortkomingen bestonden op het gebied van risico-identificatie, het meten, analyseren, rapporteren en waarderen van risico, en het management van leverage, liquiditeit, credit en marktrisico's.⁴⁷² Deze inschatting ging vooraf aan het ontstaan van de financiële crisis later in 2008. Overmatige risico's door financiële ondernemingen zijn echter de belangrijkste oorzaak gebleven. Het falen van risicomanagement is in direct verband gebracht met corporate governance aspecten als: toezicht op de besluitvorming van het bestuur en met name de beloningsprikkelers voor de verantwoordelijke risiconemers.⁴⁷³

Er valt een duidelijke materiële overeenkomst waar te nemen tussen de aanbevelingen van gezaghebbende internationale organen ten aanzien van noodzakelijke verbeteringen van corporate governance van financiële ondernemingen. Uit deze aandachtspunten en prioriteiten valt duidelijk het verband met extern financieel toezicht waar te nemen. De doelstellingen overlappen meer in vergelijking met de periode voor de crisis en er is voor de interne en externe toezichthouders meer nadrukkelijk een rol weggelegd om de deugdelijke en effectieve implementatie

467. United Nations Trade and Development Board, *Corporate governance in the wake of the financial crisis – selected international views*, New York and Geneva 2010, p. iii.

468. Idem, p. 74.

469. Idem, p. xxi.

470. G. Kirkpatrick, 'The corporate governance lessons from the financial crisis', in: United Nations Trade and Development Board, *Corporate governance in the wake of the financial crisis – selected international views*, New York and Geneva: 2010, p. 55.

471. R.J. Girasa, *Shadow banking – the rise, risk, and rewards of non-banking financial services*, New York: Palgrave Macmillan 2016, p. 54.

472. Financial Stability Forum, *Report of the Financial Stability Forum on enhancing market and institutional resilience*, 7 april 2008. Te raadplegen via: http://www.fsb.org/wp-content/uploads/r_0804.pdf?page_moved=1.

473. Bijvoorbeeld: art. 74 lid 1, art. 75 lid 1, art. 76 lid 1 CRD IV.

van corporate governance principles te bewerkstelligen en te monitoren. Dit betreft de auditors, accountants en financiële toezichthouders die hun rol vervullen van overheidswege. Een nieuwe waardering en focus op stakeholder management klinkt duidelijk door bij de conclusies en aanbevelingen van internationale organisaties. Het verband tussen corporate governance en stakeholder management is door de crisis meer nadrukkelijk duidelijk geworden. De relatie tussen corporate governance en duurzame handelspraktijken en lange termijn waardecreatie en risicostrategieën die gericht zijn op lange termijn doelen en behoud van vertrouwen en reputatie zijn aangetoond in het licht van de crisis. De financiële sector is uiterst complex en de verdienmodellen, bedrijfsstrategieën en risico's zijn eveneens moeilijk te doorgronden en te reguleren, zowel vanuit een intern als een extern perspectief. Er zijn duidelijke macro-economische oorzaken van de crisis aantoonbaar, zoals deregulering en monetaire verruiming gecombineerd met lage rentes. Het schaduwbankwezen waar een enorme hoeveelheid schuld en risico kon opbouwen en de soepele eisen ten aanzien van leverage, liquiditeit en kapitaal hebben de voorwaarden gecreëerd waaronder de crisis zich kon voltrekken. De toegenomen omvang van de grote grensoverschrijdende financiële ondernemingen en de onverzichtelijke verwevenheid van de banken, beleggingsinstellingen en verzekeringsmaatschappijen creëerden het 'too big to fail'-probleem waardoor financiële ondernemingen wereldwijd niet failliet mochten gaan uit vrees voor het instorten van het gehele systeem.⁴⁷⁴ Deze omstandigheden kunnen niet louter toegerekend worden aan falende corporate governance sferen.⁴⁷⁵ Het ontstaan en de ontwikkeling van deze aspecten van de mondiale financiële sector vallen voor een groot deel buiten de interne sfeer van financiële ondernemingen. Echter de belangrijkste katalysatoren voor de omvang en ernst van de crisis waren korte termijn strategieën die gestimuleerd werden door een beloningsstructuur die overmatige en onverantwoorde risico's in de hand werkte.⁴⁷⁶ Een gebrekkig toezicht binnen financiële ondernemingen door bestuurders en beloningscomités op deze praktijken is een universeel geaccepteerde oorzaak geweest. De gebrekkige integratie van risicomanagement in corporate governance structuren is de tweede doorslaggevende (interne) oorzaak van de financiële crisis gebleken.

3.3 De convergentie tussen corporate governance en financieel toezichtrecht

Na de financiële crisis is een situatie ontstaan waarin zowel corporate governance als financieel toezichtrecht in toenemende mate interne en externe aspecten bevatten.⁴⁷⁷ Bij de wetgevers en beleidsmakers die het financieel toezichtrecht formeel en materieel gestalte geven is het besef gekomen dat bij het nastreven van prudentiële doelstellingen niet voorbij kan worden gegaan aan de interne bedrijfsvoering

474. Voor een overzicht zie: A. Dombret & P.S. Kenadjian (eds.), *Too big to fail III, structural reform proposals – should we break up the banks?*, Berlin: Walter de Gruyter GmbH 2015.

475. Zie anders: J. Dine & M. Koutsias, *The nature of corporate governance – the significance of national cultural diversity*, Cheltenham: Edward Elgar 2013, p. 2.

476. M. De la Mano, 'Bank structural reform and Too-big-to-fail', in: A. Dombret & P.S. Kenadjian (eds.), *Too big to fail III, structural reform proposals – should we break up the banks?*, Berlin: Walter de Gruyter GmbH 2015, p. 66.

477. Zie ook: A. Naciri, *Internal and external aspects of corporate governance*, London: Routledge 2010.

van financiële instellingen.⁴⁷⁸ Gedragstoezicht en integriteitstoezicht waren reeds gericht op de interne bedrijfsvoering van financiële ondernemingen, voornamelijk ten aanzien van de wettelijke verplichtingen omtrent het waarborgen van een 'beheerste en integere bedrijfsvoering'. Na de financiële crisis is een duidelijk verband getrokken tussen macro-prudentiële problemen enerzijds en gebreken en tekortkomingen in de corporate governance structuren anderzijds.⁴⁷⁹ De strategie, risicobereidheid, beloningsstructuur, interne controle en lange termijn waardecreatie en integriteit zijn zaken die van grote invloed kunnen zijn op de duurzaamheid en voortbestaan van een moderne financiële onderneming. De onderlinge verwevenheid van financiële marktdeelnemers en het 'too big to fail'-probleem hebben ervoor gezorgd dat het bestaan van een of meerdere ondernemingen met slechte interne governance een gevaar kan vormen voor de hele sector. Dit verklaart een toegenomen aandacht van de financiële toezichthouders, zowel nationaal als Europees, voor de interne governance van financiële ondernemingen. Het derde Basel-akkoord bevat bepalingen over de corporate governance van financiële ondernemingen en ook het CRD IV-pakket en MiFID II bevat gedetailleerde regels inzake corporate governance.

Zowel inhoudelijk als formeel is corporate governance onder invloed van de financiële crisis nadrukkelijk aan verandering onderhevig.⁴⁸⁰ De effectiviteit en efficiency van de normen is ter discussie komen te staan en ook de implementatie, het toezicht en de handhaving van de governance codes. Een belangrijke materiële verschuiving binnen het denken over goed ondernemingsbestuur bij financiële instellingen is een grotere nadruk op risicomanagement, beloningsbeleid en cultuur. Deze drie aspecten zijn nadrukkelijk op de voorgrond gebracht van het debat over corporate governance. De onverantwoorde risico's die zijn genomen, de perverse prikkels die door de bonuscultuur werden veroorzaakt en een cultuur die korte termijn denken stimuleerde dienden verbeterd te worden om een toekomstige crisis af te wenden. Formeel gezien is de opname van corporate governance in het CRD IV-pakket de meest ingrijpende verandering. Omdat door de EU onderkend is dat falende corporate governance regimes een grote bijdrage hebben geleverd aan de ernst en omvang van de crisis heeft dit als het ware een bevoegdheid gecreëerd om regels te stellen op dit terrein. Corporate governance codes waren tot 2013 een nationale aangelegenheid van de lidstaten, in wezen als onderdeel van het nationale ondernemingsrecht.⁴⁸¹ De CRD IV-richtlijn heeft normen geïntroduceerd gericht op een meer uniform Europees corporate governance framework voor banken.⁴⁸²

Deze ontwikkeling betekent niet het einde van corporate governance codes als een instrument van zelfregulering. In Nederland is zelfs sprake van het tegendeel, de

478. DNB, *De 7 elementen van een integere cultuur*, Amsterdam: 2009.

479. CRD IV, overweging (53); DNB, *Thema Toezicht 2010*, Amsterdam: 2010, p. 9.

480. G. Kirkpatrick, *The corporate governance lessons from the financial crisis*, *Financial Market Trends*, OECD: 2009; P.O. Mulbert, 'Corporate governance of banks after the financial crisis – theory, evidence reforms', Law working paper no 130/2009, april 2010; H. Mehran, A. Morrison, J. Shapiro, *Corporate governance and banks: what have we learned from the financial crisis?*, Federal Reserve Bank of New York Staff Reports: June 2011.

481. Zie uitgebreid: J.G.C.M. Galle, *Consensus on the comply or explain principle within the EU framework: legal and empirical research*, Deventer: Kluwer 2012.

482. CRD IV, overwegingen (54) en (55).

invoering van een bankierseed, een bankentuchtrecht en twee gedragscodes die een wettelijke verankering hebben gekregen toont aan dat de interne governance van financiële ondernemingen nog steeds voor een groot deel door zelfregulering wordt beheerst. Daarentegen is wel sprake van een parallel systeem van zelfregulering en overheidsregulering gericht op deels dezelfde doelen en belangen. Er kleven duidelijk nadelen aan een systeem van normen dat zowel in *hard law* als *soft law* regelingen is vastgelegd. Corporate governance codes worden nageleefd via het principe van ‘pas toe of leg uit’ terwijl dit niet geldt voor formele wetgeving, dat werkt volgens het gebod- of verbodsprincipe. De toegenomen focus op onderwerpen die binnen het spectrum van corporate governance vallen levert voor financiële ondernemingen knelpunten op in de sfeer van compliance. Er is echter geen sprake van een gelijke verhouding tussen corporate governance codes en nationale en Europese financiële toezichtwetgeving. Als een onderwerp in een wettelijke bepaling wordt geregeld dan heeft deze voorrang. Echter, in het financieel toezichtrecht wordt gewerkt met open normen en de governance codes kunnen gebruikt worden bij de invulling van open normen. In corporate governance codes zelf valt te lezen dat ze zijn opgesteld in het licht van de formele wet- en regelgeving en nationale en internationale regels.⁴⁸³ Dit geeft echter weinig inzicht in de precieze verhouding tussen corporate governance codes en de wettelijke bepalingen die corporate governance reguleren. Het beeld kan ontstaan dat sprake is van een (deels overbodig) dubbel systeem van normstellingen. Ten aanzien van de materiële normen en doelstellingen is sprake van een duidelijke convergerende ontwikkeling tussen corporate governance en financieel toezicht, zowel in nationaal, Europees en internationaal opzicht.⁴⁸⁴ Beide systemen hebben gedetailleerde bepalingen die betrekking hebben op: i) het risicomanagement en de bedrijfsvoering; ii) het gedrag van ondernemingen en aldaar werkzame personen en iii) het bestuur en interne toezicht. De kwaliteit en het slagen van deze facetten is afhankelijk van een deugdelijk governance systeem en interne controle. Dit betekent dat de communicatie- en informatievoorziening in de relevante lagen van de onderneming, risico- en beheerssystemen en de naleving van toepasselijke wet- en regelgeving alle in orde dienen te zijn.⁴⁸⁵

Risicomanagement is een centraal concept geworden binnen het financieel toezichtrecht en corporate governance systemen. Het kan beschreven worden als het identificeren, beoordelen en prioriteren van risico's. Het managen van risico's is van meerdere factoren afhankelijk, waaronder de waarschijnlijkheid dat het zich manifesteert en de impact van een dergelijke gebeurtenis. Risicomanagement strategieën laten zich onderverdelen in vier categorieën: i) de overdracht van risico naar een andere partij; ii) het vermijden van risico's; iii) de vermindering van de negatieve effecten van een risicovolle gebeurtenis en iv) het accepteren van de gevolgen van een gebeurtenis.⁴⁸⁶ De voornaamste vormen van risico zijn kredietrisico

483. Monitoring Corporate Governance Code, *De Nederlandse Corporate Governance Code*, Den Haag: 2016, p. 8.

484. Zie ook: A. Dignam & M. Galanis, *The globalization of corporate governance – chapter 4, Theorizing the possibility of change in insider corporate governance systems: divergence or convergence*, London: Routledge 2016, p. 177.

485. DNB, *Gedrag en cultuur in de Nederlandse financiële sector*, Amsterdam: 2015.

486. The Global Association of Risk Professionals (GARP), presentation – Corporate Governance & Risk Management July 2012, p. 10.

(de kans dat een lener het geleende bedrag niet terugbetaalt), marktrisico (verandering van rentetarieven, en prijzen), operationele risico's (falen van interne processen, of de impact van externe gebeurtenissen op interne processen), compliance risico's (tekortkomingen in de naleving van geldende wet- en regelgeving) en systeemrisico's (als gevolg van onderlinge afhankelijkheden en verbondenheden binnen het financiële systeem, waarbij het faillissement van een bank ernstige gevolgen heeft voor andere banken en het systeem als geheel).⁴⁸⁷

Nauw verwant aan het risicomanagement van financiële instellingen is de strategie. Immers de doelstellingen van een onderneming worden bereikt door het in de praktijk brengen van een strategie, in de vorm van producten en dienstverlening, gebaseerd op verdienmodellen en productontwikkeling. Zowel de financiële toezichtwetgeving als de NCGC 2016 stellen eisen aan de bedrijfsvoering, die na de crisis voornamelijk gericht is op lange termijn waardecreatie.⁴⁸⁸ De eis dat banken en verzekeraars een 'beheerste en integere' bedrijfsvoering hebben vloeit voort uit art. 3:17 Wft. DNB stelt dat een voorwaarde om te voldoen aan deze wettelijke eis wordt gevormd door een duurzaam verdienmodel, door middel van strategieën die gericht zijn op waardecreatie op lange termijn.⁴⁸⁹ In het financiële toezichtrecht vindt een belangrijke toets van de doelstellingen en strategie van een bank plaats tijdens de procedure van de aanvraag van een bankvergunning. De toestemming wordt verleend door de Europese Centrale Bank en de vergunningaanvraag loopt via het Expertisecentrum Markttoegang van DNB.⁴⁹⁰ In een voorfase, voordat een officiële vergunningsaanvraag bij de ECB wordt gedaan, vinden er gesprekken bij DNB plaats. Hierin komt onder meer een aantal hoofdvragen omtrent het bedrijfsmodel en de strategie ter sprake. Deze hoofdvragen hebben betrekking op de bedrijfsmodellen (winstbronnen, onderscheidend vermogen en klantbenadering), diepteanalyse winstbronnen (verlieslatende activiteiten, overtuigende aanpak om verlieslatende activiteiten winstgevend te maken), vooruitblik (welke ontwikkelingen worden binnen 1 à 2 jaar verwacht en welke aannames liggen hieraan ten grondslag en wat zijn de belangrijke ontwikkelingen in de externe omgeving?), concurrentie- en stakeholder-analyse (wat is de toegevoegde waarde vergeleken met de concurrentie en de markt en wat zijn de voornaamste bedreigingen vanuit de markt en stakeholders?), scenarioanalyse (wat zijn mogelijke averse scenario's waarmee de onderneming geconfronteerd kan worden binnen 5 jaren en hoe kan de onderneming een stabiele positie behouden onder deze veranderende scenario's?), competentie-analyse (wat zijn de kritische succesfactoren om de strategie te realiseren en zijn de noodzakelijke competenties en resources aanwezig?).⁴⁹¹ Deze zes vragen vormen samen met de Beleidsregel geschiktheid 2012 het kader waarbinnen DNB voorlopig oordeelt over de haalbaarheid van een bankvergunning.⁴⁹² Het wordt in

487. Zie ook: A. Ghosh, *Managing risks in commercial and retail banking*, Singapore: John Wiley & Sons Ltd., 2012, p. 18 e.v.; H. van Greuning & S.B. Bratanovic, *Analysing Banking risks: a framework for assessing corporate governance and risk management*, Washington D.C.: The World Bank 2009, p. 362 (Nelemans 2014, p. 4).

488. Art. 5 Regeling beheerst beloningsbeleid Wft 2014; Hoofdstuk 1 van de NCGC 2016.

489. DNB, *Visie DNB Toezicht 2014-2018*, Amsterdam: 2014, p. 8-10.

490. Zie: <http://www.toezicht.dnb.nl/2/50-236065.jsp>.

491. Zie: DNB Expertisecentrum markttoegang, Aanvraagformulier voor een vergunning ten behoeve van een betaaldienstverlener, te raadplegen via: <http://www.toezicht.dnb.nl/binaries/50-235571.pdf>.

492. Stcrt. 3 juli 2012, nr. 13546, Beleidsregel geschiktheid 2012.

een aanvraagprocedure ook verwacht dat een toelichting wordt gegeven op de governance van de onderneming en aspecten van de integere en beheerste bedrijfsvoering, waaronder compliance, ICT en de interne auditdienst.

Op grond van art. 3:10 Wft dienen financiële instellingen in het kader van een beheerste en integere bedrijfsvoering, de volgende zaken tegen te gaan: 1) belangenverstrengeling; 2) het plegen van strafbare feiten door de onderneming of haar werknemers, of andere wetsovertredingen die het vertrouwen in de financiële onderneming of de markt kunnen schaden; 3) dat wegens haar cliënten het vertrouwen in de onderneming of in de financiële markten wordt geschaad en 4) overig handelen dat in strijd is met het ongeschreven recht, of in het maatschappelijk verkeer betaamt en waardoor het vertrouwen in de financiële instelling of de financiële markt kan worden geschaad. Deze beschrijving van een beheerste en integere bedrijfsvoering is voornamelijk negatief geformuleerd, het uitblijven van bepaalde gedragingen en praktijken. Sinds de financiële crisis wordt in toenemende mate een materiële invulling gegeven aan de eisen die in de Wft aan de interne bedrijfsvoering wordt gesteld. De wettelijke grondslag voor het toezicht op het gedrag en cultuur van banken wordt gefundeerd op art. 3:10 Wft, hoewel dit een zwakke juridische basis vormt. DNB heeft in 2014 aan de Minister van Financiën verzocht om in art. 17 lid 1 Bgfo Wft op te nemen dat de financiële onderneming zorg dient te dragen voor gedragsnormen binnen de bedrijfscultuur gericht op integer gedrag en doeltreffende risicobeheersing. Deze gedragsnormen zouden, volgens DNB, geïntegreerd dienen te worden in de bedrijfsprocessen.⁴⁹³ Deze aanpassing van het Bgfo Wft heeft nooit plaatsgevonden en DNB heeft desondanks het toezicht op cultuur en gedrag geïntensiveerd en uitgebreid. De juridische rechtvaardiging kan gevonden worden in de Europese bankenwetgeving (CRD IV en MiFID II), het Nederlandse Bankentoezichtrecht en de normen uit de corporate governance gedragscodes, hoewel deze bronnen geen directe juridische toezichtsbevoegdheid bieden voor het toezicht op cultuur en gedrag.⁴⁹⁴

De vernieuwde NCGC 2016 stelt lange termijn waardecreatie centraal, met binnen dit thema een nadruk op risicobeheersing, interne audit en de verantwoording van de risicobeheersing. In principe 1.1 'Lange termijn waardecreatie' is vastgelegd dat het bestuur verantwoordelijk is voor de continuïteit van de vennootschap en de met haar verbonden onderneming. Het bestuur dient zich te richten op waardecreatie op de lange termijn en moet hierbij de belangen afwegen van de stakeholders. De raad van commissarissen houdt hierop toezicht. De lange termijn waardecreatie wordt verwezenlijkt door het formuleren van een daarbij passende strategie (best practice 1.1.1). Bij het bepalen en vormgeven van deze strategie dient rekening gehouden te worden met de haalbaarheid van de strategie, het bedrijfsmodel en de markt, de kansen en risico's voor de onderneming, de operationele en financiële doelen, de belangen van stakeholders en andere relevante aspecten zoals het milieu, sociale en personeelsaangelegenheden en de keten waarbinnen de onderneming

493. Wetgevingsbrief 2014 van DNB van 4 juli 2014, p. 7.

494. Zie ook: R.A.M. Houben, 'Toezicht op cultuur en gedrag, op de grens van toezicht', TFR 2014.

opereert en een eerbiediging van mensenrechten en bestrijding van omkoping en corruptie.⁴⁹⁵

Principe 1.2 van de herziene NCGC 2016 regelt de risicobeheersing en stelt dat de vennootschap over adequate interne risicobeheersings- en controlesystemen dient te beschikken. Het bestuur draagt de verantwoordelijkheid van het identificeren en beheersen van risico's die verbonden zijn aan de strategie en activiteiten van de vennootschap. De best practice bepalingen bij dit principe handelen over risicobeoordeling, implementatie en monitoring. Op het bestuur rust de verantwoordelijkheid om te inventariseren en analyseren wat de risico's zijn die verbonden zijn aan de strategie en activiteiten van de vennootschap en de met haar verbonden onderneming (bbp. 1.2.1). Het bestuur dient op basis van de risicobeoordeling adequate risicobeheersings- en controlesystemen te ontwerpen, implementeren en onderhouden. Deze systemen dienen geïntegreerd te worden in werkprocessen binnen de vennootschap en de met haar verbonden onderneming. Tevens dienen deze systemen bekend te zijn bij de personen voor wie de systemen in het werk relevant zijn (bbp. 1.2.2). De werking van interne risicobeheersings- en controlesystemen wordt ten minste jaarlijks door het bestuur aan een systematische controle onderworpen, waarbij de opzet en werking van de systemen worden gecontroleerd. Alle materiële beheersingsmaatregelen worden hierbij gemonitord, gericht op strategische, operationele compliance en verslaggevingsrisico's. Bij deze monitoring worden meegenomen de geconstateerde zwaktes, misstanden en onregelmatigheden en tevens signalen van klokkenluiders, eerdere lessen en de bevindingen van de interne audit en externe accountant. Op grond van de uitslagen van de monitoring kunnen verbeteringen doorgevoerd worden in de systemen (bbp. 1.2.3).

In principe 1.3 van de NCGC 2016 is neergelegd wat de taak is van de interne auditfunctie, namelijk het beoordelen van de opzet en werking van de interne risicobeheersings- en controlemechanismes. Het bestuur draagt de verantwoordelijkheid voor de interne auditfunctie, zij is belast met de benoeming en het ontslag van de interne auditor (bbp. 1.3.1) en de jaarlijkse beoordeling van de wijze waarop de interne auditor de functie uitoefent (bbp. 1.3.2). Het bestuur wordt geacht om verantwoording af te leggen over de effectiviteit van de opzet en de werking van de interne risicobeheersings- en controlesystemen (principe 1.4). Zij bespreekt de werking van als bedoeld in bbp. 1.2.1 tot en met 1.2.3 met de interne auditfunctie (bbp. 1.4.1) en legt verantwoording af in het bestuursverslag over: de uitvoering van de risicobeoordeling en de voornaamste risico's; de opzet en werking van de systemen tijdens het vorige boekjaar; eventuele tekortkomingen, significante wijzigingen of verbeteringen; de gevoeligheid van de resultaten van de vennootschap voor effecten van buitenaf (bbp. 1.4.2). In het bestuursverslag dient het bestuur onderbouwd te duiden dat het verslag in voldoende mate inzicht geeft in tekortkomingen in de werking van de interne risicobeheersings- en controlesystemen en dat de systemen een redelijke mate van zekerheid bieden dat de financiële verslaggeving geen onjuistheden bevat. En tevens de onderbouwing dat het verantwoord is dat de stand van zaken is opgemaakt vanuit het uitgangspunt van een 'going concern'. In het verslag dienen ook materiële risico's en onzekerheden te worden

495. Monitoring Corporate Governance Code, *De Nederlandse Corporate Governance Code*, Den Haag: 2016.

vermeld die van belang zijn inzake de verwachting over de continuïteit van de vennootschap voor de daaropvolgende twaalf maanden (bbp. 1.4.3).

In het voorstel voor de herziene NCGC was een 'in control'-verklaring opgenomen, waarin het bestuur zou moeten verklaren dat de interne risico- en beheersingsinstrumenten adequaat en naar behoren hebben gewerkt.⁴⁹⁶ De 'in control'-verklaring zou ook betrekking hebben op de verwachting dat de continuïteit van de onderneming voor de komende twaalf maanden gewaarborgd is. Deze verklaring ontbreekt in de vorige versie van de code uit 2008. In de eerste versie van de Code uit 2003 (Code Tabaksblat) was wel een verderstrekkende 'in control'-verklaring opgenomen (die echter slecht werd nageleefd).⁴⁹⁷ Het is een opmerkelijk gegeven dat de 'in control'-verklaring de NCGC 2016 niet heeft gehaald. Een verklaring over de kwaliteit van het functioneren van de interne risico- en beheersingsinstrumenten zou een passende regel geweest zijn in het licht van de financiële crisis.⁴⁹⁸ Met name voor financiële instellingen is het van een niet te onderschatten belang dat deze interne mechanismes adequaat functioneren. Dit geldt eveneens voor de verklaring dat de jaarstukken opgemaakt zijn vanuit de gedachte dat de onderneming een 'going concern' is.⁴⁹⁹ De motieven om eerder in de NCGC deze vereisten te schrappen lagen in de sfeer van naleving. De ontwikkelingen op het gebied van financieel toezicht en de kritiek die gerezen is omtrent het falen van risicomanagement en intern en extern toezicht zou een aanscherping van deze 2 punten zeer plausibel hebben gemaakt. Er bestaat geen verplichting in het privaatrecht of de financiële toezichtwetgeving om te verklaren over het adequaat functioneren van de risicobeheersingssystemen. Een implementatie van deze verplichting in de NCGC 2016 had passend geweest. De doelstellingen en inhoud van het financiële toezichtrecht worden in toenemende mate bepaald door Europese wetgeving, in het bijzonder door het CRD IV-pakket en MiFID II. In het nationale en Europese financiële toezicht is sinds 2009 een ontwikkeling zichtbaar van overheveling van corporate governance normen naar harde wetgeving en de transitie van zelfregulering naar overheidsregulering.⁵⁰⁰ Vanuit het oogpunt van het tegengaan van een ongewenste overlap van normen is deze ontwikkeling te verdedigen. Als bepaalde regels zowel gestalte hebben gekregen in gedragscodes als formele wetgeving kan onduidelijkheid ontstaan ten aanzien van juiste naleving en de verantwoordelijke toezichthouders. Er is sprake van een convergentie tussen corporate governance en financieel toezicht, deels omdat het besef gegroeid is dat de interne governance van een financiële onderneming niet los gezien kan worden van de externe governance.⁵⁰¹ Op meta

496. Monitoring Commissie Corporate Governance Code, *Voorstel voor herziening – een uitnodiging voor commentaar*, Den Haag: 11 februari 2016, p. 15.

497. Monitoring Commissie Corporate Governance Code, *Rapport over de naleving van de Nederlandse Corporate Governance Code*, Den Haag: 2005, p. 42; zie ook: Nelemans 2013, p. 43.

498. Anders zie: A. van de Ven, 'Risk management from an accounting perspective', in: *Risk management and corporate governance: interconnections in law, accounting and tax*, Cheltenham: Edward Elgar 2010, p. 42-43.

499. B. Hannigan, *Company Law – fourth edition*, Oxford: Oxford University Press 2016, p. 131.

500. Zie ook: R.H. Weber, 'Overcoming the hard law/soft law dichotomy in times of (financial) crisis', *Journal of governance and regulation* 2012-1.

501. Zie ook: A. Tuschke & M. Luber, 'Corporate governance in Germany: converging towards shareholder value-orientation or not so much?', in: A.A. Rasheed & T. Yoshikawa (eds.), *The convergence of corporate governance – promise and prospects*, Hampshire: Palgrave Macmillan 2012, p. 84; A. Dignam & M. Galanis, *The globalization of corporate governance*, London: Routledge 2016.

niveau worden dezelfde doelen beoogd: continuïteit van de onderneming, een integere bedrijfsvoering, een bescherming van stakeholders (aandeelhouders, werknemers, klanten, financiers). Echter, deze constatering (dat er convergerende doelstellingen zijn) maakt nog niet dat de regels en normen onderling uitwisselbaar zijn. Zoals prudentieel toezicht en gedragstoezicht twee wezenlijk verschillende aspecten van financiële ondernemingen en markten reguleren, zo hebben de interne en externe aspecten van financiële governance ook eigen kenmerken die ervoor zorgen dat de toezichtregimes niet onderling uitwisselbaar zijn. Bepaalde normen vloeien voort uit bedrijfskundige of bedrijfsethische theorieën, of zijn gestoeld op economische of financiële beginselen. Een deel van deze normen leent zich vanwege aard, strekking en inhoud niet voor de opname in financiële toezichtwetgeving. Het is momenteel niet mogelijk om precies te duiden waar interne governance ophoudt en externe governance begint.

3.4 De regulering van finance en governance: een pleidooi voor 'skin in the game'

'Skin in the game' is een concept dat (nog) geen grote plaats kent in het denken over regulering en governance.⁵⁰² Het gebruik van de term is zinvol in gevallen waarin asymmetrie bestaat tussen personen of ondernemingen die profiteren van positieve ontwikkelingen (bijvoorbeeld winst, stijgende aandelen, dividend) en geen nadelen ondervinden van negatieve ontwikkelingen (faillissement, reorganisaties met ontslagen, bail-outs).⁵⁰³ Skin in the game is na de financiële crisis onderdeel gaan uitmaken van financiële regulering, met de invoering van de plicht voor uitgevers van collateralized debt obligations en andere gesecuritiseerde complexe producten om 5% van de activa op de eigen balans te houden.⁵⁰⁴ Via deze constructie wordt ontmoedigd dat complexe samengestelde producten ontwikkeld worden die vervolgens volledig doorverkocht worden aan institutionele beleggers, die niet kunnen achterhalen wat de werkelijke kwaliteiten van deze samengestelde effecten zijn. De regel dat 5% zelf gehouden moet worden is de verwezenlijking van een moreel concept: als de portefeuille ondeugdelijk samengesteld is, dan leidt de uitgever ook schade. De regel van 5% is zowel in de Verenigde Staten als Europa ingevoerd, hoewel in de Verenigde Staten een groot deel van de markt hiervan vrijgesteld is vanwege de garantstelling van Fannie Mae en Freddy Mac, of omdat de onderliggende (hypothecaire) leningen aan strengere eisen zijn verbonden.⁵⁰⁵

De oorsprong van het concept 'skin in the game' kan gevonden worden ongeveer 3800 jaar geleden in het oudste bekende wetboek: de Codex Hammurabi uit het antieke Mesopotamië (het betreft een casuïstische tekst). Hammurabi was de koning

502. N.N. Taleb, *Antifragile: things that gain from disorder*, New York: Random House Inc. 2012, p. 511 e.v., N.N. Taleb & C. Sandis, 'The skin in the game as a risk filter', in: A. Bensoussan, D. Guegan & C.S. Tapiero (eds.), *Future perspectives in risk models and finance*, New York: 2015, p. 125 e.v.; Barth et al. 2016, p. 372.

503. Zie ook: J. Armour, D. Awrey, P. Davies, L. Enriques, J. Gordon, C. Mayer & J. Payne, *Principles of financial regulation*, Oxford: Oxford University Press 2016, p. 381.

504. W.H. Wallace, *The American Monetary System: an insider's view of financial institutions*, London: Springer 2013, p. 74.

505. D. Elliott, S. Salloy & A.O. Santos, *Assessing the cost of financial regulation*, IMF working paper 2012, p. 20.

van Babylonië (1792-750 v. Chr.) en de codex is de opmaat geweest naar een systematische studie van het Babylonische recht.⁵⁰⁶ 'Skin in the game', als een poging om een symmetrie aan te brengen ten aanzien van fragiliteit van actoren, is in de Codex van Hammarubi als volgt casuïstisch beschreven:

*Als een aannemer een huis bouwde en het huis stort in en hierdoor komt de eigenaar om het leven – dan wordt de aannemer ook ter dood gebracht. Als de zoon van de eigenaar ook komt te overlijden dan wordt ook de zoon van de aannemer ter dood gebracht. Als de slaaf van de eigenaar komt te overlijden dan zal de aannemer een slaaf van gelijke waarde aan de eigenaar schenken.*⁵⁰⁷

Dit is een zeer uitgesproken vorm van een concept wat tegenwoordig bekend is als 'skin in the game'. Taleb (2012) geeft naar aanleiding van deze casus aan dat de onderliggende idee is dat de aannemer veel meer weet van de constructie, bijvoorbeeld over wat verborgen ligt in het fundament van het huis. Het is daarmee een van de meest succesvolle risicomanagementinstrumenten ooit, aangezien het fundament bij uitstek geschikt is om gebreken te verbergen. De lering die uit het voorbeeld van de Codex van Hammurabi getrokken kan worden is dat niet achteraf gestraft moet worden, maar dat bij aanvang prikkels moeten worden verschaft om nadeel en schade voor derden – bij de uitoefening van beroep of bedrijf – te voorkomen. Ten aanzien van het vraagstuk hoe men moet omgaan met fundamentele asymmetrie in kennis, macht, voordeel/nadelen en verantwoordelijkheid kan aansluiting gevonden worden bij dit concept. Dit hoeft niet beperkt te blijven tot uitgevers van gesecuritiseerde leningen.

Er worden ook kritische kanttekeningen geplaatst bij de effectiviteit van het concept 'skin in the game' in relatie tot een grote risicoappetijt en aandeelhouderschap van de directie en CEO van banken. Armour et al. (2016) geven aan dat in de periode in aanloop naar (en tijdens) de crisis op grote schaal door directie en management aandelen in de eigen bank werden gehouden. De mediaan van de aandelenportefeuille van CEO's was 87,5 miljoen dollar, ongeveer 0,4% van het uitstaande aandelenkapitaal.⁵⁰⁸ Een groot deel van deze aandelen kon pas na vijf jaren verkocht worden, hoewel veel CEO's vrijwillig hun aandelen aanhielden, ook na het vijf jaar durende verkoopverbod. Ondanks deze blootstelling aan het mogelijke verlies van waarde van de aandelen hebben grote banken excessieve risico's genomen, waardoor ook CEO's enorme verliezen leden. Gemiddeld werd in de periode 2006-2008 door CEO's 31,5 miljoen dollar aandelenwaarde verloren. Deze managers hadden substantiële skin in the game, maar dat weerhield hen niet ervan grote risico's te nemen.⁵⁰⁹ Armour et al. (2016) merken hierbij wel op dat managers van de grote Amerikaanse investeringsbanken ook royale contante vergoedingen hebben gehad. De top vijf bestuurders van Bear Stearns en Lehman Brothers kregen in de periode 2000-2008 gezamenlijk een bedrag van 2,4 miljard geaggregeerde contanten uitgekeerd. Ze leden tijdens de crisis, gezamenlijk, verliezen van 1,54 miljard dollar, waardoor hun winsten de verliezen met 1 miljard ontstegen. Deze asymmetrie is terug te vinden in de beloningsstructuur en bonussen. CEO's ontvingen 2,4% van de waarde van aandelenstijging, terwijl bij een dalende aandelenkoers slechts 0,4%

506. Zie: Taleb 2012, p. 518; D. Charpin, *Hammurabi of Babylon*, London: I.B. Taurus & Co. Lt. 2012, p. xxi.

507. Taleb 2012, p. 518.

508. Armour et al. 2016, p. 381.

509. Idem, p. 381.

verlies werd geleden op de aandelenportefeuille in de eigen bank. De beloningsprikkel bij goede prestaties waren zesmaal groter dan de negatieve effecten van slechte prestaties. Uit onderzoek van Fahlenbrach en Stulz (2011) blijkt dat bankmanagers die een grote prikkel hadden om de koers van het aandeel te laten stijgen slechtere returns hadden tijdens de crisis.⁵¹⁰ Hieruit valt op te maken dat er sterke prikkels bestaan voor managers om strategieën te implementeren die – achteraf gezien – schadelijk waren voor aandeelhouders. Een verklaring die door Armour et al. gegeven wordt is dat aandelenopties de prikkel gaven voor managers om risico's te nemen die te groot waren, in het licht van het belang van aandeelhouders. De prikkel voor de houder van opties is dat als ze juist geprijsd zijn (out of the money) dan is het lucratief om de aandelenprijs te laten stijgen. De risico's die managers in aanloop naar de crisis namen kan beoordeeld worden vanuit maatschappelijk perspectief. Onderzoek van Balanchandran et al. heeft aangetoond dat er een positieve relatie bestond tussen de beloning van managers in equity van de bank en het risico van faillissement.⁵¹¹ Dit betekent dat de managers van banken die de grootste prikkel hadden om de aandelenprijs van de bank te doen stijgen ook de grootste kans hadden om met deze bank in een faillissement te belanden. Armour et al. zijn niet overtuigd van een verband tussen een mogelijke bail-out en een excessieve risicoappetijt. Bankmanagers hebben immers hun aandelenportefeuilles niet wezenlijk verkleind voor het uitbarsten van de crisis. Als tweede argument benoemen Armour et al. het gegeven dat bank-aandeelhouderschap in de Verenigde Staten en het Verenigd Koninkrijk zeer gediversifieerd is, wat betekent dat bij systeemrisico's in de financiële wereld aandeelhouders grote verliezen lijden. Dergelijke aandeelhouders zullen geen voorstander zijn van een te grote risicoappetijt van de bank.⁵¹²

Taleb (2012) is meer kritisch op de rol van bankmanagers en beloning in de vorm van opties. Zijn kritiek draait in wezen om de asymmetrie in de beloning van managers, ze kunnen bij aandelenstijging grote winsten maken, maar hebben minimale blootstelling aan verliezen. Dit probleem speelt met name bij optiebezit. In de Verenigde Staten hebben gepensioneerd meer dan drie triljoen dollar pensioengeld op de aandelenbeurzen verloren, terwijl in dezelfde periode managers van dezelfde beursgenoteerde bedrijven rond 400 miljard dollar rijker zijn geworden. In de bankensector is de asymmetrie nog groter: banken hebben meer geld verloren tijdens de crisis dan dat ze ooit verdiend hebben, maar de bankmanagers kregen miljarden bonussen en andere beloningscomponenten uitgekeerd (upside), terwijl de belastingbetaler de banken van een faillissement moesten redden (downside). Volatiliteit op de aandelenbeurzen is gunstig voor bankmanagers, bij stijgende beurzen kunnen ze hun opties verzilveren voor grote winsten. Als de aandelenkoers keldert dan zijn stakeholders in de onderneming en instellingen die zeer afhankelijk zijn van de aandelenmarkten, zoals pensioenfondsen gedupeerd. Als de aandelenkoers omhoog gaat genieten zij echter niet dezelfde voordelen als managers met opties. Dit is een fundamentele kritiek op prestatiegerelateerd beloningsbeleid:

510. R. Fahlenbrach & R.M. Stulz, 'Bank CEO incentives and the credit crisis', *Journal of financial economics* 11, 2011-16; (zie ook: Armour et al. 2016, p. 380-381).

511. S. Balanchandran, B. Kogut & H. Harnal, *Did executive compensation encourage extreme risk-taking in financial institutions?*, Working paper 2011 (zie ook: Armour et al. 2016, p. 382).

512. Armour et al. 2016, p. 382.

vanuit de principal-agent theorie is de veronderstelling dat het belang van managers in lijn is met het belang van de aandeelhouders. Maar dit mechanisme werkt niet bij een neergang, managers kennen een positieve prikkel, maar geen negatieve prikkel bij slecht presteren.⁵¹³ Een andere verschijningsvorm van 'skin in the game' in governance en financiële regulering is de 'claw back'-regeling, waarmee bonussen en andere beloningscomponenten in een later stadium teruggevorderd kunnen worden, als van wanbeleid of ander verwijtbaar handelen sprake mocht zijn.⁵¹⁴ Andenas en Chiu (2014) zijn voorstander van een claw back-regeling voor variabele beloningscomponenten. Deze regeling zou getriggerd moeten worden door duidelijk omschreven reguleringscriteria, zoals het falen van een financieel product dat niet goed verkocht, of het gegeven dat een instelling door de toezichthoudende instantie is aangesproken voor een handelen dat in strijd is met wet- en regelgeving. Toezichthouders zouden financiële ondernemingen moeten stimuleren om claw back of een civiele procedure te starten tegen voormalige medewerkers als aan de reguleringscriteria is voldaan en financiële regulering moet de optie bieden om anti claw back-regelingen in contracten nietig te verklaren. De claw back-regelingen zouden duidelijk gedefinieerd moeten zijn ten aanzien van de afstemming tussen doel en beloning en prudent risicomanagement van een onderneming.⁵¹⁵ Volgens Andenas en Chiu kan deze benadering ervoor zorgen dat de beloningsprikkel van bankmedewerkers in lijn worden gebracht met reguleringsdoelstellingen, omdat het bereiken van reguleringsdoelstellingen gekoppeld is aan private winst.⁵¹⁶ In september 2010 is Nederland het wetsvoorstel⁵¹⁷ ingediend voor de wijziging van het BW en de Wft zodat bonussen en winstdelingen van bestuurders en dagelijkse beleidsbepalers kunnen worden teruggevorderd.⁵¹⁸ De Wet Claw Back is op 1 januari 2014 in werking getreden.⁵¹⁹ De wet regelt twee bevoegdheden: i) een aanpassingsbevoegdheid: als op grond van de maatstaven van redelijkheid en billijkheid de uitkering van een nog niet uitgekeerde bonus onaanvaardbaar is en ii) een terugvorderingsbevoegdheid, als een bonus is uitgekeerd op grond van onjuiste informatie over het bereiken van doelen die aan de bonus ten grondslag liggen, of over omstandigheden waarvan de bonus afhankelijk was. Tienstra en Oostwouder (2014) geven aan dat de Wet Claw Back is ingevoerd om financiële prikkels weg te nemen die van invloed kunnen zijn op bestuurders die tevens aandeelhouders zijn.⁵²⁰

513. Taleb 2012, p. 537; zie ook: D. Arsalidou, *Rethinking corporate governance in financial institutions*, Oxon: Routledge 2016, p. 215.

514. M. Andenas & I. H-Y Chiu, *The foundations and future of financial regulation, governance for responsibility*, Oxon: Routledge 2014, p. 372.

515. Idem, p. 371.

516. Idem, p. 371.

517. *Kamerstukken II* 2009/10, 32 512, nr. 2.

518. Art. 2:125 lid 6 BW bevat de regeling op grond waarvan nog niet uitgekeerde bonussen kunnen worden aangepast en art. 2:135 lid 8 BW bevat de mogelijkheid om reeds uitgekeerde bonussen terug te vorderen.

519. *Stb.* 2013, 563 — Wet van 11 december 2013 tot wijziging van boek 2 van het Burgerlijk Wetboek en de Wet op het financieel toezicht in verband met de bevoegdheid tot aanpassing en terugvordering van bonussen en winstdelingen van bestuurders en dagelijks beleidsbepalers.

520. K.L. Tienstra & W.J. Oostwouder, 'Corporate governance en belangenconflicten van bestuurders bij openbare biedingen', *Onderneming en Financiering* 2014-1, p. 58.

Het concept 'skin in the game' kan duidelijk herkend worden in de verhoogde kapitaaleisen van Basel III en het CRD IV-pakket.⁵²¹ Een groter eigen vermogen verhoogt het belang van aandeelhouders in de gezondheid en voortzetting van de bank.⁵²² Krahnen en Moretti (2015) geven aan dat de invoering van het bail-in mechanisme als onderdeel van de Bankenunie ook een vorm van 'skin in the game' is voor onder meer junior crediteuren van een bank.⁵²³ Er vindt volgens hen een actief academisch debat plaats over de wenselijkheid van een bail-in mechanisme in plaats van een significante verhoging van het eigen vermogen van banken. De grote afhankelijkheid van kortetermijnfinanciering en de permanente blootstelling aan roll-over risico's waren prominente aanleidingen van de recente financiële crisis. Krahnen en Moretti stellen de vraag waarom banken zoveel korte leningen aangaan.⁵²⁴ Calomiris en Kahn (1991) stellen dat het gebruik van schuld voor de financiering, met name korte termijn leningen, een disciplinerend effect heeft op bankmanagers, omdat crediteuren (depositohouders en korte termijn investeerders) hun tegoeden op een onverwacht moment kunnen opvragen. Dit zou bankmanagers in toom houden en hen ervan weerhouden om tegoeden op peil te houden.⁵²⁵ Hiertegen wordt door Admati en Hellwig (2013) ingebracht dat dit model voorbijgaat aan 'free-rider gedrag' en dat wordt uitgegaan van de illusie dat depositohouders en crediteuren de bank monitoren en kritisch volgen, hiervan is in de praktijk geen sprake.⁵²⁶ Tevens zorgen depositogarantstelsels en impliciete garantstellingen van overheden ervoor dat de prikkel niet sterk is voor depositohouders om de stand van zaken bij een bank scherp in de gaten te houden. Een tweede, door Krahnen en Moretti (2015) geformuleerd argument, stelt dat de theorie dat korte termijn schuld en deposito's een risicobeheersende functie hebben niet juist is, omdat niet ingecalculeerd is wat de kosten voor een bank en de maatschappij zijn van het plotseling opnemen van spaartegoeden. Het model gaat uit van volledig geïnformeerde depositohouders en crediteuren en een plotselinge massale opname – een bankrun – zou dan geschieden als men de banktegoeden aanwendt voor andere zaken. Volgens deze redenering zouden er alleen maar efficiënte bank-runs zijn en geen inefficiënte bank-runs. Maar omdat sprake is van asymmetrische kennis tussen de bank en de depositohouders kan een bank-run een faillissement veroorzaken, hoewel het meer efficiënt zou zijn om de bank voort te zetten. De afhankelijkheid van korte termijn leningen geeft volgens Admati en Hellwig, geen disciplinerend effect, maar is het gevolg van een gebrek aan discipline. Er is sprake van een 'debt overhang' probleem en een 'rat-race' ten aanzien van de maturity datum van leningen, wat investeerders stimuleert om korte termijn van schuld af te spreken, om zichzelf daarmee te verdedigen.⁵²⁷ De impliciete veronderstelling dat

521. J.P. Krahnen & L. Moretti, 'Bail-in clauses', in: E. Faia, A. Hackethal, M. Haliassos & K. Lanenbucher (eds.), *Financial regulation – a transatlantic perspective*, Cambridge: Cambridge University Press 2015, p. 142.

522. Idem, p. 142.

523. Idem, p. 143.

524. Idem, p. 143.

525. C.W. Calomiris & C.M. Kahn, 'The role of demandable debt in structuring optimal banking arrangement', in: *the American Economic Review* 1991-3 (zie ook: Krahnen & Moretti 2015, p. 143).

526. A.R. Admati & M.F. Hellwig, 'Does debt discipline bankers? An academic myth about bank indebtedness', mimeo, 2013, te raadplegen via: <https://www.gsb.stanford.edu/faculty-research/working-papers/does-debt-discipline-bankers-academic-myth-about-bank-indebtedness> (zie ook: Krahnen & Moretti 2015, p. 143).

527. Krahnen & Moretti 2015, p. 143-144.

de bank een bail-out zal ontvangen als een faillissement dreigt is ook een factor die van invloed is op de afhankelijkheid van banken van korte termijn leningen. De effectiviteit van corporate governance en financieel toezichtrecht kan vergroot worden door het verder uitbreiden van de 'skin in the game' van de bestuurders, interne toezichthouders en aandeelhouders. 'Skin in the game' voor de instelling als geheel kan bereikt worden door banken enerzijds op een reguliere wijze te laten functioneren in het reguliere politiek-economische systeem (zonder staatssteun en bail-outs) en door toepassing van het reguliere juridische kader anderzijds. Deze structurele wijziging kan gerealiseerd worden door een duidelijkere normstelling en materiële beschrijving van goed ondernemingsbestuur in banken (samengesteld uit inzichten uit zelfregulering en overheidsregulering). Het risicomanagement, de interne controle en het implementeren van een strategie die niet bedreigend is voor het voortbestaan van de bank zijn normen die in heldere wettelijke bepalingen vertaald zouden kunnen worden. Op deze wijze bestaat geen onduidelijkheid over de geldigheid en de nalevingsplicht, en tevens ontstaat duidelijkheid ten aanzien van wettelijke aansprakelijkheid van feitelijk leidinggevend en financiële ondernemingen in een privaatrechtelijke, financieelrechtelijke en fiscale context. Binnen de organisatie dient het concept 'skin in the game' nader toegepast te worden in het beloningsbeleid en de normering van de rol en verantwoordelijkheid van de interne toezichthouders: commissarissen, accountants, auditors en compliance-officers. Externe 'skin in the game' kan nader gestalte krijgen door het wegnemen van de impliciete garantie van banken dat zij – uiteindelijk – altijd gered worden van een faillissement. In dat opzicht kan 'skin in the game' de voorwaarde creëren om in de bankensector het reguliere recht toepasbaarheid te laten vinden: het insolventie- en faillissementsrecht en het ondernemingsrecht (met name aangepaste varianten van art. 3:8 BW, 3:9 BW en art. 6:162 BW toegespitst op het bankwezen).

Hoofdstuk 4

De rol van ethiek in externe en interne governance

4.1 De ethische grondslagen van corporate governance

Naleving van wet- en regelgeving heeft een inherent normatief karakter.⁵²⁸ Wetgeving heeft geen vrijblijvend karakter, wetten bestaan uit regels die een gebod of verbod bevatten. Handelen en gedrag dat in strijd is met wetten en regelgeving kan betiteld worden als verkeerd, dit is een normatief oordeel. Dit veronderstelt dat naleving van wet- en regelgeving per definitie juist is.⁵²⁹ Een prominent verschil tussen overheidsregulering (wetten) en zelfregulering (gedragscodes) betreft de gevolgen van normschending. Handelen in strijd met overheidsregulering levert een rechtsgevolg op, het creëert een basis voor juridische gevolgen. Dit kan gestalte krijgen in privaatrechtelijke, strafrechtelijke of bestuursrechtelijke aansprakelijkheid. In het privaatrecht kan een rechtshandeling (of een feitelijke handeling) een juridische verbintenis in het leven roepen: variërend van een contractuele afspraak tot een onrechtmatige daad. In het recht is voorzien in een veelvoud aan juridische relaties tussen burgers en de overheid en tussen burgers onderling (daaronder begrepen ook rechtspersonen). Het respecteren van wet- en regelgeving ligt verondersteld in de beginselen van een rechtstaat. Het fundament van het gezag van de overheid om regels uit te vaardigen ligt besloten in de grondwet en een burger wordt verondersteld om zijn of haar leven te leiden en zich te gedragen binnen de kaders die in een democratische rechtstaat zijn gesteld.

Normoverschrijdend gedrag kan door de overheid beantwoord worden met sancties of een anderszins correctieve reactie. Evenzeer biedt de wet de grondslag voor rechten en waarborgen die burgers in staat stellen om zekerheden in het leven te hebben en beschermd te worden tegen diezelfde overheid en eveneens tegen medeburgers. Het normatieve aspect van de naleving van wet- en regelgeving betreft het uitgangspunt dat dit 'goed' is en wetsovertredend gedrag 'slecht'.⁵³⁰ De autoriteit en het gezag van wetgeving vloeien voort uit de democratische totstandkoming van wetten. Dit geldt voor wetten in formele en materiële zin en voor ministeriële verordeningen, algemene maatregelen van bestuur en tevens voor direct doorwerkende internationale en Europese regelgeving. Wet- en regelgeving hebben als doel om het maatschappelijk verkeer en individueel en collectief gedrag van natuurlijke en rechtspersonen te reguleren. Ten aanzien van bepaalde bedrijfstakken en beroepsgroepen gelden specifieke aanvullende normen en eisen die niet direct uit de wet voortvloeien, maar zijn neergelegd in zelfreguleringsystemen. Er gaat in

528. Zie ook: G. Siedel, *The three pillar model for business decisions: strategy, law and ethics*, Michigan: Van Rye Publishing 2016, p. 202.

529. Over recht, regulering en ethiek, zie: Soppe 2013, p. 54 e.v.

530. Zie ook: Soppe 2013, p. 62-80.

deze zin een aanvullende werking uit van zelfregulering.⁵³¹ Een belangrijke overeenkomst met overheidsregulering betreft de normstelling. Er wordt een invulling gegeven aan de wenselijkheid van een bepaalde handelswijze, of het achterwege laten van bepaalde handelingen. Deze normen kunnen de vorm krijgen van een gebod of verbod, of een zorgplicht.

De geldigheid en autoriteit van zelfregulering, waaronder corporate governance codes, zijn juridisch gezien lastiger te duiden. De materiële normen kunnen een voortvloeiende zijn van internationale standaarden en daarmee wordt aanknopingspunt gevonden bij principes en best practices die in een Europees en/of internationaal speelveld uitgekristalliseerd zijn. De normen zijn echter geen materiële uiting van een democratisch gekozen wetgever. Het is de zelfregulering van private partijen, waarbij de normstelling, monitoring en naleving voornamelijk door niet-overheidsorganen geschiedt. Corporate governance codes kan men beschouwen als een combinatie van juridische, economische en bedrijfsethische normen die gestalte geven aan de heersende opvatting over goed ondernemingsbestuur, het is een vorm van zelfregulering. Geheel los van overheidsregulering staat professionele zelfregulering echter zelden. De medische wereld, advocatuur, notariaat en accountancy kennen uitgebreide en geprofessionaliseerde zelfreguleringsregimes. Deze vormen van zelfregulering gaan gepaard met tuchtrecht (advocatuur en medische wereld) en zijn een voornaam instrument om het professioneel handelen binnen deze disciplines te reguleren. Een ruime opvatting van zelfregulering heeft betrekking op alle regulering die niet geldt als overheidsregulering. Een nauwere definitie van zelfregulering stelt dat maatschappelijke organisaties op basis van een specifieke regelgeving een mate van verantwoordelijkheid opgedragen krijgen ten aanzien van de uitvoering, controle en handhaving van deze regelgeving.⁵³²

Bij corporate governance in Nederland is sprake van een wettelijke verankering. Beursgenoteerde vennootschappen zijn op grond van art. 2:391 lid 5 BW verplicht om in het jaarverslag aan te geven of de principes en best practices worden toegepast of niet. Daarmee functioneert corporate governance in Nederland op een vergelijkbare wijze als veel andere Europese landen.⁵³³ Corporate governance in het Nederlandse model wordt nageleefd aan de hand van het 'pas toe of leg uit'-beginsel. De codes bevatten principes en best practices die uiting geven aan de gangbare opvatting over goed ondernemingsbestuur. Dit is de oorsprong van corporate governance, in een stroomversnelling geraakt na grote boekhoudfraudes in de jaren negentig en rond de eeuwwisseling. De betrouwbaarheid van financiële verslaggeving en een kritische en doeltreffende toezichthoudende rol van de raad van commissarissen en aandeelhouders kunnen gezien worden als hoekstenen van de oorspronkelijke corporate governance regimes. Vanwege de wettelijke verankering wordt corporate governance deels wettelijk gelegitimeerd op een wijze die pure zelfregulering ontstijgt. De naleving is niet vrijblijvend, de accountant en toezichthouders nemen kennis van de mate van naleving en mogelijke afwijking. De wettelijke verankering maakt dat de NCGC onderdeel uitmaakt van het Nederlandse vennootschapsrecht.

531. Soppe 2013, p. 75 e.v.

532. P. Eijlander, *De wet stellen. Beschouwingen over onderwerpen van wetgeving*, Zwolle: W.E.J. Tjeenk Willink 1993, p. 181.

533. Galle 2012, p. 11.

Krachtens de ‘open normen’ van het vennootschapsrecht hebben de principes uit de code een aanvullende werking op het recht. Hierbij kan gedacht worden aan maatstaven van redelijkheid en billijkheid met betrekking tot de omgangsvormen binnen de vennootschap (art. 2:8 BW) en de behoorlijke taakvervulling van bestuurders (art. 2:9 BW en 2:138/248 BW).⁵³⁴ In de praktijk is gebleken dat de codeprincipes inderdaad een rol zijn gaan spelen bij de rechterlijke invulling van de open normen in het vennootschapsrecht.⁵³⁵ De Hoge Raad heeft in 2003 de Code betiteld als ‘in Nederland aanvaarde inzichten omtrent corporate governance’.⁵³⁶ Uit de ABN-AMRO-beschikking (2007) blijkt dat de Hoge Raad de code ziet als blijkgevend van ‘de in Nederland heersende algemene rechtsopvatting’.⁵³⁷ In dit arrest geeft de Hoge Raad aan dat de codeprincipes II en IV kunnen dienen om invulling te geven aan de betekenis van art. 2:8 BW (de eisen van redelijkheid en billijkheid naar welke degenen die krachtens wet of statuten bij de vennootschap betrokken zijn zich tegenover elkaar dienen te gedragen) en art. 2:9 BW (de eisen die voortvloeien uit een behoorlijke taakvervulling).⁵³⁸

Corporate governance is, met name onder invloed van de financiële crisis, uitgegroeid tot een normatief systeem dat eveneens principes bevat op het gebied van bedrijfsstrategie, risicomanagement, personeelsbeleid, interne controle, audit en bedrijfsethiek. Hiermee wordt recht gedaan aan de realiteit dat het gewenste goede ondernemingsbestuur in de praktijk wordt vormgegeven door meer actoren (en processen) dan de bestuurders en commissarissen. In de keten van verantwoordelijkheid zijn de bestuurders, commissarissen en de ALV nog steeds de primaire actoren. Echter, de complexiteit en dynamiek van moderne bedrijven en de realiteit dat veel grote (financiële en niet financiële) beursgenoteerde ondernemingen gespecialiseerde operationele afdelingen hebben (met juristen, risk-managers, compliance en ethics-officers, interne audit, interne accountant) maakt dat de groep relevante functionarissen in een corporate governance regime groter is dan slechts de bestuurders, commissarissen en de ALV. Hiërarchisch gezien zijn deze bedrijfs-onderdelen en specialisten ondergeschikt aan de directie, dit betekent echter niet dat sprake is van volledige verticale informatievoorziening. De bestuurders dragen de eindverantwoordelijkheid voor het beleid en de strategie van een onderneming. Dit is een eindverantwoordelijkheid van feitelijk leidinggevend. Falen in deze rol kan het voortbestaan van een onderneming bedreigen en in het geval van wanbeleid kan sprake zijn van persoonlijke aansprakelijkheid van feitelijk leidinggevend.

De verhouding tussen wetten, governance en ethiek is beschreven door Oude Steenhof, Sterken en Wildenburg (2010).⁵³⁹ Het model bevat drie schillen: de kern

534. S. Bartman, ‘De Code Tabaksblat, een juridisch lichtgewicht’, *Ondernemingsrecht* 2004, p. 123-126; zie ook: Nelemans 2013, p. 37.

535. Zie ook: Lückcrath-Rovers 2011, p. 17.

536. HR 21 februari 2003, ECLI:NL:2003:AF1486, JOR 2003/57 (HBG-VEB).

537. HR 13 juli 2007, ECLI:NL:HR:2007:BA7972, NJ 2007/434 (ABN/AMRO), zie ook: Memelink 2010, p. 43.

538. HR 13 juli 2007, ECLI:NL:HR:2007:BA7972, NJ 2007/434, r.o. 4.4.

539. E. Oude Steenhof, E. Sterken & W. Wildenburg, *Moeten bankiers weer met de poten in de modder? – Wat banken en hun klanten kunnen leren van de crisis*, Delft: Eburon Business 2010, p. 179-180. Ik heb dit model voor het eerst toegepast op het concept bestuurdersaansprakelijkheid in: M.D.H. Nelemans, *Bestuurdersaansprakelijkheid in de financiële sector: toezicht, handhaving, sancties en zorgplichten*, Zutphen: Uitgeverij Paris 2013.

bevat de wetten en formele regels, de tweede schil bevat de (corporate) governance regels en gedragscodes die beschrijven hoe gehandeld dient te worden als er geen relevante wetten van toepassing zijn, of als wetgeving ontbreekt. De buitenste schil bevat het ethische kader, zonder ethiek kan het model niet functioneren. Ethiek is noodzakelijk om wetten en governance regelingen te laten functioneren op een wijze die tot maatschappelijk wenselijke uitkomsten leidt. Ten aanzien van het maatschappelijk wenselijk functioneren van banken komt een specifieke vorm van ethiek aan bod: financiële ethiek.⁵⁴⁰

De ethische grondslagen van corporate governance zijn gelegen in de normering van de actoren en acties binnen een onderneming en de effecten van deze acties voor interne en externe belanghebbenden.⁵⁴¹ Een interne benadering is gericht op het handelen van actoren binnen een onderneming en de wijze waarop de belangen van de eigenaren van de onderneming worden behartigd, in lijn met het klassieke principal-agency model. Anderzijds ziet een ethische analyse van ondernemingsbestuur toe op de gevolgen voor derden zoals klanten, debiteurs, werknemers, toeleveranciers en de maatschappij. Dit zijn de interne en externe aspecten van corporate governance.⁵⁴² Het is belangrijk om bij de duiding van de verhouding tussen ethiek en corporate governance een onderscheid te maken tussen de rechtspersoon enerzijds en de leidinggevend en werknemers anderzijds. Op deze normadressanten zijn verschillende regelingen van toepassing. Aan de actoren binnen een onderneming worden andere eisen gesteld dan aan de onderneming als geheel. Tegelijkertijd dient een onderscheid gemaakt te worden tussen beleidsbepalende functionarissen en uitvoerende functionarissen en ten derde tussen de rol van het bestuur en commissarissen en de aandeelhouders. Corporate governance kan gezien worden als de 'morele spelregels van goed bestuur'.⁵⁴³ Deze spelregels zijn geformuleerd ten aanzien van het handelen van individuen en van ondernemingen. Men zou kunnen betogen dat corporate governance het midden houdt tussen normen die verwant zijn aan wetgeving en normen die voortvloeien uit bedrijfsethiek. Het speelveld is economisch, het betreft winstgerichte ondernemingen die opereren op vrije markten.

Corporate governance valt te duiden en te analyseren vanuit de wetenschappelijk gevestigde benaderingswijze van bedrijfsethiek: de epistemologische en ontologische overwegingen die betrekking hebben op de maatschappelijke verantwoordelijkheid van ondernemingen en de 'corporate citizenship' en de manifestering in institutionele en organisatorische theorieën.⁵⁴⁴ De stakeholdertheorie is de meest bekende benadering van corporate governance vanuit een ethische invalshoek. Bedrijfsethiek heeft betrekking op de wijze waarop ethische waarden worden toegepast op zakelijk handelen. Het betreft in essentie de discretionaire beslissingen die een raad van

540. Financiële ethiek komt uitgebreid aan bod in paragraaf 4.2.

541. Over dit onderwerp, zie: J.R. Boatright, 'The implications of the new governance for corporate governance', in: A. Brink (ed.), *Corporate governance and business ethics*, London: Springer 2011, p. 357-369.

542. Z. Rezaee, *Corporate governance and ethics*, New Jersey: John Wiley & Sons Inc. 2009, p. 42-43.

543. M. Becker, B. van Stokkom, P. van Tongeren & J.P. Wils, *Lexicon van de ethiek*, Assen: Van Gorcum 2007, p. 26.

544. J.D. Rendtorff, 'Basic concepts of philosophy of management and of corporations', in: C. Luetge (ed.), *Handbook of the philosophical foundations of business ethics*, Berlin: Springer 2013, p. 1361.

bestuur neemt, gericht op het nakomen van zijn verplichting – zoals neergelegd in de wet – en beschreven in best practices en tevens vereist door aandeelhouders en andere stakeholders. Ethische keuzes zijn relevant in de kerndoelstellingen en de wijze waarop een onderneming deze tracht te bereiken. De beslissingen van bestuurders hebben verreikende gevolgen voor werknemers en andere stakeholders. Een gebrek aan besluitvaardigheid kan echter ook significante gevolgen hebben.⁵⁴⁵

Casson (2013) heeft een benadering van bedrijfsethiek, vanuit vijf invalshoeken: i) *gedrag van het bestuur*: bestuursleden dienen hun taken uit te voeren op een wijze die de ethische waarden reflecteert, zoals integriteit, respect, redelijkheid en eerlijkheid; ii) *de structuur van het bestuur en de processen*: dient ethisch gedrag te faciliteren en onethisch gedrag te vermijden, zoals belangenverstrengelingen. Tevens dient de juiste aansprakelijkheidsstructuur gegarandeerd te zijn, door middel van een passende samenstelling van het bestuur; comités en besluitvormingsprocedures; iii) *het doel, de strategie en de visie voor de onderneming*: het bestuur stelt de doelen voor de onderneming en waarvoor de onderneming staat, zijn strategische beslissingen reflecteren de kernwaarden van de onderneming; iv) *de waarden en standaarden*: het bestuur benadrukt en implementeert de gedragsstandaarden voor goed zakelijk handelen, de bedrijfsvoering en de rol van de onderneming in de maatschappij (hieronder begrepen bedrijfsethische programma's en initiatieven op het gebied van maatschappelijk verantwoord ondernemen en v) *structuren en procedures voor toezicht en interne controle*: mechanismes gericht op delegatie en controle zijn bevorderlijk voor ethische ondernemingspraktijken.⁵⁴⁶

In de bedrijfsethische benadering van corporate governance nemen de aspecten integriteit, betrouwbaarheid, transparantie en eerlijkheid een belangrijke plaats in.⁵⁴⁷ Bedrijfsethiek wordt gemanifesteerd via besluitvorming, processen, controle en aansprakelijkheid. De bedrijfsstrategie, het risicobeleid, de financieringsstructuur, het beloningsbeleid, personeelsbeleid, de bejegening van werknemers, klanten, financiers en anders stakeholders kunnen alle genormeerd worden vanuit een bedrijfsethisch perspectief. In de daadwerkelijke bedrijfsvoering en bedrijfsprocessen zullen de ethische opvattingen en normen gestalte moeten krijgen, anders is het beschrijven van goede intenties in jaarverslagen en mission statements zonder betekenis. Om te kunnen begrijpen wat gangbare termen in de bedrijfsethiek betekenen, zodat later mogelijk is om in te schatten of deze normen en eigenschappen geschikt zijn om in een juridische context te reguleren, zal eerst geanalyseerd moeten worden wat op grond van morelethische en bedrijfsethische theorieën onder de begrippen integriteit en betrouwbaarheid moet worden verstaan.

Integriteit – het is mogelijk om integer handelen gelijk te stellen aan ethisch of moreel handelen.⁵⁴⁸ Integriteit kan simpelweg beschreven worden als 'goed' of

545. J. Casson, *A review of the ethical aspects of corporate governance regulation in the EU*, London: Institute of business ethics 2013, p. 7.

546. Idem, p. 8.

547. F. Schipper, 'Transparency and integrity, Contrary concepts?', in: K. Homann et al. (eds), *Globalisation and business ethics*, Oxon: Routledge 2007, p. 101 e.v.; G. Sapelli, *Morality and corporate governance: firm integrity and spheres of justice*, London: Springer 2013, p. 10; R.W. Kolb (ed.), *Encyclopedia of business ethics and society* – Vol. 1, Thousand Oaks: Sage Publishing 2008, p. 1142.

548. R.T. DeGeorge, *Competing with integrity in international business*, Oxford: Oxford University Press 1993, p. 5; Sapelli 2013, p. 16 e.v.

‘juist’, het is een morele term. Het is een normatief begrip dat op verschillende wijzen uitgelegd en toegepast kan worden. De oorspronkelijke betekenis van integriteit is te herleiden tot het begrip integraal, wat een heilheid aanduidt. Heilheid impliceert volgens Brown (2005) de aanwezigheid van delen.⁵⁴⁹ Integriteit veronderstelt daarmee niet alleen heilheid, maar ook een juiste verhouding tussen de delen onderling. Om integriteit tot stand te brengen dienen de onderlinge delen geïntegreerd te worden tot één geheel. Brown benadert integriteit vanuit een viervoudige benadering: als consistentheid (in zeggen en doen), relationeel bewustzijn, inclusie (de integratie van ethiek) en het willen bereiken van een strevenswaardig doel. Van Luijk en Schilder (1997) stellen over het begrip integriteit dat:

‘De term heeft in eerste instantie een moraliserende klank. Integriteit wordt opgevat als onkreukbaarheid, betrouwbaarheid, niet corrupt zijn, rechtvaardigheid en onpartijdigheid, aandacht niet alleen voor het eigenbelang maar evenzeer voor de rechten en belangen van anderen.’⁵⁵⁰

Consistentheid als deelaspect van integriteit beschouwt uitspraken en handelen als een geheel. Integriteit als geheel wordt door Watson (1991) beschreven als:

‘Er bestaat een heilheid in wat een persoon met integriteit zegt en doet. Er is een consistentheid tussen zijn acties en wat hij in ere houdt. Hij streeft zijn doelen na op een hoogwaardige manier en onverstoord en wordt niet afgeleid door verlokkingen voor een snel en gemakkelijk persoonlijk gewin.’⁵⁵¹

Brown (2005) vindt deze definitie onvolledig, omdat het geen moreel kader biedt buiten de persoon zelf. Als een persoon een geïsoleerde opvatting heeft over bepaalde privileges en posities dan kan een tekort ontstaan ten aanzien van de andere aspecten van integriteit.⁵⁵² Een bevoorrecht persoon zou bijvoorbeeld tekort kunnen schieten in het aspect ‘relationeel bewustzijn’. Integriteit als *heilheid van de relaties* die iemand heeft doelt op de heilheid van de interactie, aldus Srivastva en Barrett.⁵⁵³ Solomon (1999) beschrijft integriteit ook als relationeel en stelt dat heilheid betekent dat iemands identiteit niet bestaat uit een individueel atoom, maar het product is van een groter sociaal molecuul en dat heilheid andere mensen en de sociale rol van een persoon insluit, in plaats van uitsluit.⁵⁵⁴ Voor de daadwerkelijke integriteit van personen is het onmisbaar dat zij zich bewust zijn van de relatie waarin zij verbonden zijn. Het relationele aspect van integriteit sluit het aspect consistentheid niet uit, het betreft twee kanten van het zelf (persoonlijkheid). Integriteit vereist

549. M.T. Brown, *Corporate integrity: rethinking organizational ethics and leadership*, Cambridge: Cambridge University Press 2005, p. 5.

550. Van Luijk & Schilder 1997, p. 141.

551. C.E. Watson, *Managing with integrity in international business*, Oxford: Oxford University Press 1991, p. 171. (Eigen vertaling – Brown 2005 verwijst tevens hiernaar op pagina 5.)

552. Brown 2005, p. 6.

553. S. Srivastva & F.J. Barrett, ‘Foundations for executive integrity: dialogue, diversity, development’, in: S. Srivastva et al. (eds.), *Executive integrity: the search for high human values in organizational life*, San Francisco: Jossey-Bass 1989, p. 291 (zie ook: Brown 2005, p. 6).

554. R.C. Solomon, *A better way to think about business: how personal integrity leads to corporate success*, Oxford: Oxford University Press 1999, p. 40. (Zie ook: Brown 2005, p. 6.)

consistentie van handelen, en tegelijkertijd een bewustzijn van de relaties waarin men zich bevindt. Het zelf is zowel relationeel als een actor. Dit geldt, volgens Brown (2005), ook voor ondernemingen. De vormgevers van ondernemingen dienen zich de vraag te stellen ten aanzien van identiteit (wat zijn we) en ten aanzien van handelen (wat doen we?). Integriteit als *inclusie* heeft betrekking op het integreren van ethische theorieën over deugden, nut en plichten in het zakelijke besluitvormingsproces.⁵⁵⁵ Het duidt eveneens op het betrekken van belangen van betrokkenen en stakeholders in het beleid en de besluitvormingsprocessen. Het vierde kenmerk van integriteit is het *willen bereiken van een strevenswaardig doel*. Integriteit is een deugd en biedt een richtsnoer om juist te handelen. Het is niet slechts een eigenschap of een kenmerk van een persoon of organisatie, maar het definieert handelswijzen.⁵⁵⁶

Corporate integriteit kent vijf dimensies. Brown (2005) hanteert een model waarin de buitenste dimensie gevormd wordt door de *cultuur*, dit is de meest fundamentele dimensie aangezien deze de onderneming bij elkaar houdt.⁵⁵⁷ De taal, rituelen en communicatiepatronen bepalen in hoge mate hoe in een onderneming omgegaan wordt met personen, ervaringen en zaken. De tweede dimensie is het *interpersoonlijke*, hierin ligt de nadruk op relaties die het zelf bepalen. De derde dimensie is het *organisatorische*, waarin ondernemingen als agents centraal staan. Agenten kunnen gezien worden als integer, wanneer hun acties in lijn zijn met hun doelstellingen, uitgaande van het gegeven dat deze doelstellingen deugdelijk zijn. Brown (2005) beschrijft dat op dit niveau integriteit als consistentheid belangrijk is, en ook de integriteit als inclusie (in de zin dat ondernemingen betrokken zijn bij hun sociale en natuurlijke omgeving).⁵⁵⁸ De relaties van ondernemingen met de maatschappij en de natuur vormen de vierde en vijfde dimensie. De culturele en natuurlijke dimensie bieden de context waarbinnen de andere drie plaatsvinden: het interpersoonlijke, het organisatorische en het sociale. De vijf dimensies zijn verweven en onderling afhankelijk en bieden ieder uitdagingen.⁵⁵⁹

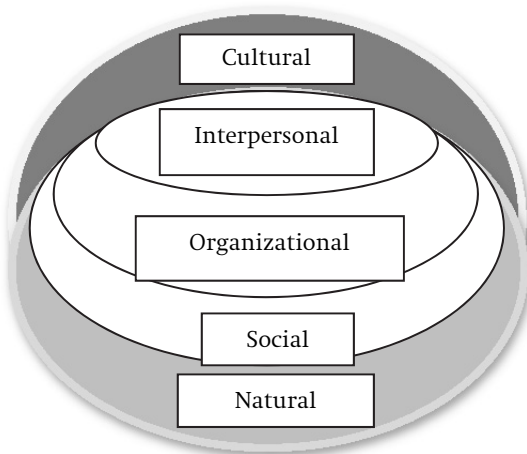
555. Brown 2005, p. 8, met verwijzing naar M. Kaptein & J. Wempe, *The balanced company: a theory of corporate integrity*, Oxford: Oxford University Press 2002.

556. D. Mele, *Business ethics in action: seeking human excellence in organizations*, London: Palgrave Macmillan 2009, p. 7; zie ook: G.J.A. Hummels & R.Ph. Wirtz, 'Compliance versus integriteit; waar regels ophouden en verantwoordelijkheid begint', *Justitiële Verkenningen* 1999-2, p. 73.

557. Brown 2005, p. 9-10.

558. Idem, p. 10.

559. Op het culturele niveau is het van belang om open te staan voor verschillen, zowel persoonlijk als qua meningen. Op het interpersoonlijke niveau is het belangrijk om de relaties te onderkennen die het relationele zelf vormen. Een te uitgesproken vorm van individualisme maakt een dergelijke onderkenning erg ingewikkeld. Een te individuele benadering maakt dat men personen los ziet van anderen en dat daarmee voorbij wordt gegaan aan de identiteit van de ander en de verschillende soorten relaties waarin men betrokken is. In een bedrijfsomgeving betekent dit onderkennen dat een persoon niet alleen een werknemer is, maar tevens onderdeel uitmaakt van een familie en maatschappelijke verbanden. Op het organisatorische niveau wordt de grootste uitdaging gevonden in het hanteren van consistentie tussen het doel van de onderneming en het gedrag. De bedrijfsdoelstelling moet strevenswaardig zijn en als de besluitvorming in lijn is met dit doel dan kan gesteld worden dat deze juist is. Op het vierde – sociale – niveau zijn de doelstellingen het ontwikkelen van constructieve samenwerkingsverbanden met andere private en publieke instellingen. Ondernemingen hebben vrijheid en ruimte nodig om te kunnen innoveren en een juridische structuur die dit kan waarborgen en kan beschermen tegen tirannie en anarchie. De moderne samenleving biedt de ruimte en het wettelijke systeem de waarborgen. Corporate integriteit in een sociale dimensie vereist dat ondernemingen relaties aangaan met een veelvoud aan maatschappelijke actoren. De vijfde uitdaging wordt gevonden in de inclusie door ondernemingen van de natuurlijke omgeving.



Five dimensions of corporate integrity (Brown 2005, p. 10)

Integriteit wordt door Asscher-Vonk (2007) beschreven als: ‘de in een (deel)rechtsorde geldende opvatting over wat hoort en wat niet hoort in relatie tot de onderneming. Het begrip deelrechtsorde is relevant. Het geeft aan dat normen voor behoorlijk handelen differentiëren – een andere inkleuring krijgen – afhankelijk van de betrokkenheid die een bepaalde actor bij de onderneming heeft. De rol die een bepaalde actor in de rechtsorde vervult – zijn/haar aanvaarde opdracht en de daaruit voortvloeiende verantwoordelijkheid⁵⁶⁰ – bepaalt mede de verplichting die in verband met integriteit op hem rust.’⁵⁶¹

Schuit (2007) beschrijft drie modellen waarmee ondernemingen beschreven kunnen worden: i) het amorele model: een onderneming heeft geen eigen zelfstandige morele corporate verantwoordelijkheid. Morele verantwoordelijkheid in de context van ondernemingen is gekoppeld aan de persoonlijke morele verantwoordelijkheid van personen die werkzaam zijn in de onderneming; ii) het functionele model: onderkent dat het gereorganiseerde karakter van acties in de ondernemingscontext resulteert in een morele corporate verantwoordelijkheid, maar reduceert deze verantwoordelijkheid tot de individuele personen die werkzaam zijn in de onderneming; iii) het autonomiemodel: beschrijft de onderneming als een maatschappelijke entiteit. Maatschappelijk verantwoord ondernemen wordt beschouwd als een

zodat een verband tot stand wordt gebracht tussen het lot van de onderneming en van de aarde. Corporate integriteit in de natuurlijke dimensie betekent dat een onderneming op een duurzame wijze te werk gaat indachtig de effecten op de natuur, gericht op een vermindering van de schade die aan de omgeving wordt toegebracht. (Gebaseerd op: Brown 2005, p. 10-12.)

560. Over het begrip verantwoordelijkheid zie: H. van Luijk & A. Schilder, *Patronen van verantwoordelijkheid: Ethiek en corporate governance*, Schoonhoven: Academic Service 1997, p. 6 e.v.

561. I.P. Asscher-Vonk, ‘Inleiding’, in: I.P. Asscher-Vonk et al. (red.), *Onderneming en integriteit*, Deventer: Kluwer 2007, p. 3.

aparte verantwoordelijkheid, los van de individuen die de onderneming vertegenwoordigen.⁵⁶²

Schuit (2007) prefereert het functionele model en verwierpt de amorele en autonomi modellen. Nederland is een land waarin ethiek en moraal maatschappelijk gezien een belangrijke rol spelen, derhalve is het amorele model niet van toepassing. In het autonomi model kan het falen en het succes van een onderneming niet meer voldoende herleid worden naar individuele personen, waardoor een vervaging van normen en waarden kan ontstaan (vanwege onduidelijkheid). Personen dienen in een onderneming aangesproken te kunnen worden op integriteitsinbreuken en bij toepassing van het autonomi model is dit ingewikkeld.⁵⁶³ Vanuit het functionele model is uiteindelijk de ondernemer verantwoordelijk voor de moraliteit en integriteit in de onderneming.⁵⁶⁴ Schuit benadert integriteit vanuit het resultaat en niet vanuit de norm zelf, de intentie is niet bepalend. Gedrag en 'mindset' zijn ondergeschikte aspecten in de discussie over integriteit, omdat deze beïnvloedbaar zijn. Het zichtbare, toetsbare resultaat dat met de ondernemingscultuur wordt bereikt is doorslaggevend. Schuit poogt integriteit te benaderen vanuit de identificatie van integriteitsinbreuken, hierbij moet niet alleen gedacht worden aan inbreuken die de waardecreatie aantasten, maar ook indien er door norm- en regel-overtredend gedrag negatieve effecten optreden voor stakeholders.⁵⁶⁵ De benadering van Schuit is te beschrijven als een vorm van gevolgenethiek (consequentialisme of teleologie), dit is een ethische benadering waarin juist handelen gekenmerkt wordt door het resultaat.⁵⁶⁶ De meest bekende vorm van gevolgenethiek is het utilisme, in de achttiende eeuw geïntroduceerd door David Hume en verder ontwikkeld door Jeremy Bentham en James en John Stuart Mill.⁵⁶⁷ Volgens hen kan de morele waarde van een handeling afgemeten worden aan de mate waarin deze bijdraagt aan het algemeen nut. Onder algemeen nut kan worden verstaan het welzijn en geluk van iedereen. Volgens Bentham is het streven naar zo groot mogelijk geluk voor zo veel mogelijk mensen de essentie van utiliteit.⁵⁶⁸ Het concept geluk werd door hem benaderd vanuit de optelsom van genot minus pijn. Het grootste geluk is zo veel mogelijk genot voor zo veel mogelijk mensen met een minimumgehalte aan pijn.⁵⁶⁹ Een probleem met deze theorie is het gegeven dat genot en geluk subjectieve begrippen zijn. Wat voor een bepaald persoon geluk betekent kan tegelijkertijd slecht of schadelijk zijn. Geluk is een begrip dat zich niet objectief laat beschrijven, omdat welbevinden een persoonlijke beleving is.⁵⁷⁰

562. S.R. Schuit, 'Onderneming en integriteit: de bestuurder', in: I.P. Asscher-Vonk et al. (red.), *Onderneming en integriteit*, Deventer: Kluwer 2007, p. 11.

563. Idem, p. 12.

564. Idem, p. 17.

565. Idem, p. 18.

566. Zie ook: K. Raes, *Tegen betere wetten in. Een ethische kijk op het recht*, Gent: Academia Press 2003, p. 95; Becker et al. 2007, p. 48 e.v.

567. J. Driver, *Consequentialism*, Oxon: Routledge 2012.

568. Idem, p. 13.

569. Idem, p. 13.

570. Een benadering van geluk kan zijn de afwezigheid van pijn, stress, verdriet, depressie en onzekerheid. In dit geval betreft het een negatieve beschrijving, als deze zaken niet spelen dan zou iemand in de positie kunnen verkeren om gelukkig te zijn. Dit gaat echter voorbij aan allerlei complexe emoties en goedstoestanden die een tegenstrijdigheid in zich kunnen hebben.

Tegenover de gevolgenethiek staat de plichtethiek (deontologie), waarin een nadruk gelegd wordt op de morele wetten die dienen te worden nageleefd.⁵⁷¹ Vanuit de deontologie is iets wat slecht is altijd slecht, ook als de uitkomst positief is. Alleen de intentie en goede wil prevaleren in deze benadering van ethiek.⁵⁷² De meest bekende uitleg van plichtethiek is gebaseerd op de filosofie van Immanuel Kant en dan met name zijn categorische imperatief die stelt dat een handeling moreel is als je tegelijkertijd kunt willen dat ieder ander op dezelfde wijze zou handelen.⁵⁷³ Kant beschrijft met zijn categorische imperatief een leidraad voor zedelijk bewustzijn, dat zich bewust is van zijn eigen menselijke vrijheid evenals van de vrijheid van andere mensen.⁵⁷⁴ Het volgen van deze leidraad staat los van het te bereiken doel, dit doel wordt door Kant het hypothetische imperatief genoemd. Het hypothetische imperatief betreft een praktisch voorschrift dat in de praktijk werkt. Het schrijft in concrete gevallen voor hoe gehandeld dient te worden. De zedelijkheid van het categorische imperatief ziet toe op de 'goede wil' en wordt door Kant als volgt omschreven:

'There is nothing it is possible to think of anywhere in the world, or indeed anything at all outside it, that can be held to be good without limitation, excepting only a **good will**.'⁵⁷⁵

Kant stelt over de categorische imperatief het volgende:

'This imperative is **categorical**. It has to do not with the matter of the action and what is to result from it, but with the form and the principle from which it results; and what is essentially good about it consists in the disposition, whatever the result may be. This imperative may be called that of **morality**.'⁵⁷⁶

Een verdere uitleg van de categorische imperatief betreft de theorie waarin men alleen moet handelen volgens die *maxime* (principe dat ten grondslag ligt aan iemands handelen) waarvan men vindt dat het een algemene wet zou moeten zijn.⁵⁷⁷ Een maxime is een subjectief gegeven en is gebaseerd op de wil van een individu. Dit betekent niet dat iemand dient te handelen op een wijze waarop men vindt dat eenieder moet handelen. Kant formuleert zijn theorie over de categorische imperatief ook als dat men zelf of via anderen nooit de mensheid slechts als middel mag zien, maar tegelijkertijd altijd als doel moet beschouwen.⁵⁷⁸ De categorische imperatief is een voortvloeisel van het autonome zedelijk bewustzijn en niet van een heteronoom moraalstelsel. Plichten die van buitenaf worden opgelegd gelden

571. Zie ook: J.J.M. van Delden, 'Uit de aard van de handeling. Deontologie als klassieke ethische plichtstheorie', in: L.L.E. Bolt, M.F. Verweij & J.J. van Delden (red.), *Ethiek in de praktijk*, Assen: Van Gorcum 2007, p. 79 e.v.

572. Idem, p. 81.

573. I. Kant, *Grundlegung zur Metaphysik der Sitten* 1785, New Haven: Yale University Press 2002, p. 31.

574. Idem, p. 48-49.

575. Idem, p. 9.

576. Idem, p. 33.

577. S. Kagan, 'Kantianism for Consequentialism', in: I. Kant, *Grundlegung zur Metaphysik der Sitten* 1785, New Haven: Yale University Press 2002, p. 128.

578. Kant 1785, p. 45.

niet als categorische imperatief. De categorische imperatief is een variant van de plichtethiek, terwijl de hypothetische imperatief een begrip is waarmee Kant invulling geeft aan de gevolgenethiek.

In Kants tweede hoofdwerk, 'Kritik der praktischer vernunft' geeft hij verder gestalte aan zijn moraalfilosofie.⁵⁷⁹ In dit boek wordt door Kant een antwoord gezocht op de vraag: 'hoe moet ik handelen?'⁵⁸⁰ Bij de beantwoording van deze vraag is Kant op zoek naar een noodzakelijke en universele morele wet.⁵⁸¹ In tegenstelling tot hetgeen Bentham en Mill bepleiten kan dit niet geluk zijn, immers wat de een gelukkig maakt kan de ander ongelukkig maken. Kant vindt zijn oplossing in de plicht, waarvan eenieder zou moeten kunnen beseffen wat deze inhoudt.⁵⁸² De morele wet is gekoppeld aan ratio en vrijheid.⁵⁸³ Een rationeel mens kan inzien wat de morele wet gebiedt en kan kiezen (de manifestatie van vrijheid) om het handelen hierop af te stemmen. De categorische imperatief wordt door Kant zo genoemd, omdat het categorische karakter betrekking heeft op de universele noodzakelijkheid en imperatief omdat het een gebiedend karakter heeft. Je mag de ander in je handelen nooit als middel zien, maar altijd als doel. Het essentiële van het mens-zijn betekent dat je de vrijheid van een ander als doel moet hebben.⁵⁸⁴

In zijn dissertatie uit 2006 heeft Karssing de vraag — *wat vanuit normatief perspectief integriteit in de beroepspraktijk is* — beantwoord aan de hand van drie deelvragen, die ook toepasbaar zijn op personen die werkzaam zijn in de financiële sector: i) wat is een integere beroepsbeoefenaar (vanuit normatief perspectief)?; ii) waarop mag men deze personen redelijkerwijs aanspreken (vanuit normatief perspectief)? en iii) waarom is integriteit belangrijk in de beroepspraktijk (vanuit normatief perspectief)?⁵⁸⁵ Karssing maakt een onderscheid tussen twee perspectieven op integriteit: het maatschappelijke perspectief, waarin samenleven en samenwerken centraal staat, en het persoonlijke perspectief, waarin morele zelfsturing centraal staat.⁵⁸⁶ In de maatschappelijke context is integriteit, volgens Karssing, primair gekoppeld aan betrouwbaarheid: 'de integere beroepsbeoefenaar vervult op betrouwbare wijze zijn taak en functie. Oftewel, integere beroepsbeoefenaren zijn te vertrouwen'.⁵⁸⁷ In de beschouwing van integriteit vanuit een maatschappelijk perspectief onderscheidt Karssing drie thema's, te weten moraliteit, standvastigheid en verantwoordwoorden.⁵⁸⁸ Over integriteit vanuit maatschappelijk perspectief stelt Karssing:

579. I. Kant, *Critique of practical reason – revised edition*, Cambridge: Cambridge University Press 2015, p. 3-4.

580. Idem, p. 17 e.v.

581. Idem, p. 27.

582. Idem, p. 29.

583. Idem, p. 30.

584. Idem, p. 37 e.v.

585. E.D. Karssing, *Integriteit in de beroepspraktijk*, Assen: Van Gorcum 2006, p. 160.

586. Idem, p. 160.

587. Idem, p. 160.

588. Het thema moraliteit ziet op de morele toets die een handeling moet kunnen doorstaan, een beroep op de eigen eer of het geweten is ontoereikend. De handeling kan pas een morele toets doorstaan, als de persoonlijke beroepsopvattingen zich verdragen met de rechtvaardigheidsgronden en zorgvuldigheid die op publieke belangen en algemeen aanvaarde normen zijn gebaseerd (p. 160). Het element standvastigheid laat zich beschrijven als het onverantwoord handelen omdat dit de weg van de minste weerstand is (p. 160). De verantwoording uit zich in de bereidheid van een beroeps-

‘Het belang van integriteit in de beroepspraktijk is daarmee primair gebaseerd op de kwetsbaarheid van al degenen die afhankelijk zijn van de werkzaamheden van beroepsbeoefenaren. Daarnaast is vertrouwen het smeermiddel voor samenleven en samenwerken, zonder vertrouwen geen succesvolle economie en democratische rechtstaat.’⁵⁸⁹

Vanuit het persoonlijke perspectief⁵⁹⁰ onderscheidt Karssing tevens drie thema’s: identificeren, balanceren en beschermen.⁵⁹¹ Hij stelt over het persoonlijke perspectief:

‘Integriteit is vanuit het persoonlijk perspectief niet zozeer een morele opdracht, maar een regulatief ideaal, een ideaal dat moreel leven reguleert. Integriteit is een nastrevenswaardig ideaal omdat moreel zelfrespect op het spel staat. Het is regulatief omdat met integriteit een aantal richtsnoeren voor morele zelfsturing wordt verwoord, zonder dat deze richtsnoeren een bepaalde manier van denken, voelen, of doen citeren. Integriteit is niet op voorhand aanwezig, integriteit vereist een inspanning en vraagt dat we persoonlijk groeien en dat we ons moreel ontwikkelen.’⁵⁹²

De strategieën om integriteit in organisaties te waarborgen zijn tweevoudig: de compliance strategie en de integriteitsstrategie.⁵⁹³ De compliance strategie is gericht op interne beheersing en interne controle van medewerkers en de integriteitsstrategie is gericht op het stimuleren van medewerkers tot het nemen van hun eigen verantwoordelijkheid.⁵⁹⁴

In 1994 heeft Paine een model gepubliceerd dat de kenmerken van de compliance strategie en van de integriteitsstrategie beschrijft.⁵⁹⁵

beoefenaar om inzicht te geven en verantwoording af te leggen over zijn manier van handelen, deze moreel navolgbaar maken (p. 160).

589. Idem, p. 161.

590. Karssing omschrijft het persoonlijke perspectief als morele zelfsturing, de wijze waarop beroepsbeoefenaren zich evaluatief tot hun rollen en verantwoordelijkheden verhouden.

591. Het thema identificeren heeft betrekking op het gegeven dat integere beroepsbeoefenaren zich willen kunnen identificeren met de verantwoordelijkheden die zij dragen en deze van binnenuit aanvaarden, niet dat deze van buitenaf bepaald worden. Balanceren heeft betrekking op het gegeven dat beroepsbeoefenaren meerdere rollen vervullen en niet alleen een professionele, zij functioneren ook in een maatschappelijke en privé context. Het balanceren ziet toe op het vinden van een moreel navolgbare balans tussen verschillende rollen en verantwoordelijkheden. Beschermen heeft betrekking op de wens van beroepsbeoefenaren om hun morele zelfbeeld te beschermen tegen inbreuken en door grenzen te stellen aan wat van hen verwacht mag worden.

592. Karssing 2006, p. 161.

593. Karssing 2006, p. 138, met verwijzing naar: L. Paine, ‘Managing for organizational integrity’, *Harvard Business Review* 1994, p. 106-117; L. Paine, *Cases in leadership, ethics and organizational integrity. A strategic perspective*, Boston: McGraw-Gill 1997.

594. Karssing 2006, p. 139 (met verwijzing naar Van Luijk & Schilder 1997; G.J.A. Hummels & R.Ph. Wirtz, ‘Compliance versus integriteit. Waar regels ophouden en verantwoordelijkheid begint’, *Justitiële Verkenningen* 1999-2, p. 63 e.v.; G.J.A. Hummels & E. Karssing, ‘Ethiek organiseren’, in: R. Jeurissen (red.), *Bedrijfsethiek: een goede zaak*, Assen: Van Gorcum 2000; E. Karssing, *Morele competentie in organisaties*, Assen: Van Gorcum 2000; H. van Oostrum, *Toevallige weetbaarheden. Een onderzoek naar integriteitsbewaking in advocatenkantoren*, Den Haag: Boom Juridische uitgevers 2002).

595. Paine 1994, p. 1113 (zie ook: Karssing 2006, p. 143).

Kenmerken van de compliance strategie		Kenmerken van de integriteitsstrategie	
Ethos	Het conformeren aan van buitenaf opgelegde standaarden	Ethos	Zelfsturing in overeenstemming met gekozen standaarden
Doel	Het voorkomen van crimineel gedrag	Doel	Het bewerkstelligen van verantwoordelijk handelen
Leiderschap	Juridische invalshoek	Leiderschap	Management invalshoek, met ondersteuning van juristen, HR en anderen
Methoden	Opleiding, verminderde discretionaire ruimte, audit en controle, sancties	Methoden	Opleiding, leiderschap, aansprakelijkheid, organisatorische systemen en besluitvormingsprocessen, audits en controle, sancties
Gedragsassumpties	Autonome personen die gedreven zijn door materieel eigenbelang	Gedragsassumpties	Sociale personen die gedreven worden door materieel eigenbelang, waarden, idealen en gelijken

Bron: Paine 1994, 113 (zie ook Karssing 2006, p. 142)

Beide strategieën worden nagestreefd door gebruik te maken van gedragscodes, audits, interne rapportages en opleiding en training. Een wezenlijk verschil is het gegeven dat de compliance strategie tracht om onverantwoordelijk gedrag tegen te gaan en met de integriteitsstrategie wordt verantwoordelijkheid bevorderd.⁵⁹⁶

Vanuit wettelijk perspectief is het eenvoudig om gestalte te geven aan een gewenste compliance strategie van financiële ondernemingen. Immers, de essentie van compliance is de naleving van wet- en regelgeving, met name het niet schenden hiervan. Dit kan opgevat worden als een vorm van passieve verantwoordelijkheid, terwijl de integriteitsstrategie appelleert aan een actieve verantwoordelijkheid.⁵⁹⁷

Zoals gesteld is het begrip integriteit direct verbonden met betrouwbaarheid, dat als een *conditio sine qua non* gezien kan worden.⁵⁹⁸ Een integere beroepsbeoefenaar is betrouwbaar, immers, onbetrouwbaarheid is een diskwalificatie van integriteit. Betrouwbaarheid is een eigenschap en kenmerk dat op grond van gedragscodes en financiële toezichtwetgeving een vereiste is.⁵⁹⁹ Zoals het geval is bij integriteit is het begrip van toepassing op personen, de onderneming als geheel en op (boekhoudkundige, technische, financiële) processen. De opkomst van corporate governance codes was in eerste instantie voornamelijk een reactie op boekhoudfraudes.⁶⁰⁰ Er is op grote schaal gefraudeerd in jaarrekeningen en jaarverslagen, met als gevolg dat de waarde van een onderneming en haar activa verkeerd vertegenwoordigd werden. Betrouwbaarheid als element van corporate governance heeft dus is in eerste instantie betrekking op de reële weergave van de financiële verslaggeving. Betrouwbaarheid heeft een directe relatie met integriteit, omdat het verwijst naar de wijze waarop een betrokkene derden informeert. De betrokkene dient een inte-

596. Karssing 2006, p. 143, met verwijzing naar: Hartmann 2000, p. 158.

597. Karssing 2006, p. 143, met verwijzing naar: Hummels & Wirtz 1999; Paine 1994, p. 111.

598. Zie ook: W. Deckers, *Ethisch leiderschap*, Antwerpen: Garant Uitgevers N.V. 2012, p. 95-96.

599. In de financiële toezichtwetgeving is betrouwbaarheid nagenoeg gekoppeld aan geschiktheid.

600. A.C. Fernando, *Business ethics and corporate governance*, Delhi: Pearson 2010, p. 12-16.

gere en betrouwbare bron van informatie te zijn.⁶⁰¹ Betrouwbaarheid in een bedrijfsethische zin vindt aansluiting bij de beginselen van het contracteren.⁶⁰² Partijen hebben de algemeen-ethische plicht om betrouwbaar te zijn, in de zin dat zij de beloften nakomen. De ethische aspecten van betrouwbaarheid in een economische context zijn dus het nakomen van beloften en toezeggingen, maar ook kredietwaardigheid vormt een onderdeel van betrouwbaarheid.⁶⁰³

Kredietwaardigheid ziet enerzijds toe op het beschikken over toereikende financiële middelen, en anderzijds op de morele zekerheid dat de financiële verplichting wordt nagekomen.⁶⁰⁴ Bij de uitwisseling van een product wordt vaak eerst betaald, of later, en vindt de ruil niet tegelijkertijd plaats. Als kopers gaan beweren dat ze al betaald hebben, wanneer dit niet het geval is, dan heeft dit een negatief effect in het normale handelsverkeer. Als men facturen lang onbetaald laat, of leveringstermijnen overschrijdt, dan zijn dure maatregelen nodig om deze risico's af te dekken, zoals verzekeringen, en grotere reserves en mogelijk juridische kosten. Als personen of bedrijven op krediet kopen en de verleende kredietwaardigheid schenden, dan zal op korte termijn voordeel te behalen zijn, maar op midden en lange termijn niet, vanwege het verdwijnen van de kredietwaardigheid.⁶⁰⁵ Van Gerven et al. (2007) stellen dat in deze toepassing van het begrip betrouwbaarheid de categorische imperatief van Kant een directe toepassing vindt. Kant stelt dat iemand alleen dat als leidraad kan nemen in het persoonlijk handelen, waarvan men kan aannemen dat ieder persoon in dezelfde omstandigheden ook zo zou handelen, zonder dat anderen schade lijden. In het licht van verbintenissen betekent dit dat alle partijen een overeenkomst getrouw moeten uitvoeren: Van Gerven et al. (2007) halen het gezegde 'pacta sunt servanda'⁶⁰⁶ aan (overeenkomsten moeten worden nageleefd), dit is een universeel geaccepteerd beginsel. Mocht vanuit een utilitaire (nutsfunctie) benadering het acute nut van contractbreuk aantrekkelijk worden gevonden door een partij dan weegt dit niet op tegen de totale schade die het verlies van betrouwbaarheid van zichzelf (en de sector) ondermijnt.⁶⁰⁷

Het aspect betrouwbaarheid als onderdeel van een ethische benadering van corporate governance heeft betrekking op verschillende personen, processen en gedragingen binnen een onderneming. Wanneer specifiek toegepast op het bankbedrijf speelt betrouwbaarheid een rol in de dienstverlening en producten, in de advisering, in de handelspraktijken, de financiële verslaggeving en de operationele en financiële structuur van de bank.⁶⁰⁸ Klanten dienen te kunnen vertrouwen op de betrouwbaarheid van de aan hen gegeven adviezen en informatie. Betrouwbaarheid in deze zin is het spiegelbeeld van fraude en bedrog. De validiteit en volledigheid van in-

601. Becker et al. 2007, p. 168.

602. C. Teulings, L. Bovenberg & H. van Dalen, *De cirkel van goede intenties – de economie van het publieke belang*, Amsterdam: Amsterdam University Press 2005, p. 21.

603. J. van Gerwen et al. (red.), *Business en ethiek: spelregels voor ethisch ondernemen*, Leuven: Uitgeverij Lannoo 2007, p. 72.

604. Idem, p. 72.

605. Idem, p. 73.

606. Zie ook: R. Zimmermann, *The law of obligations: roman foundations of the civil tradition*, Oxford: Oxford University Press 1996, p. 576.

607. Van Gerwen et al., p. 73.

608. Zie ook K. Cools, *Controle is goed, vertrouwen is beter*, Assen: Van Gorcum 2006, p. 97.

formatie moet betrouwbaar zijn, omdat anders de beslissingen die op basis van deze informatie worden genomen niet juist zijn. Er dient een representatieve en reële weergave van de (kenbare) werkelijkheid gegeven te worden. Er bestaat een informatiescheefheid tussen financiële dienstverleners en consumenten en alleen betrouwbare informatie van betrouwbare bankmedewerkers zorgt ervoor dat als gevolg van deze informatiescheefheid geen (onnodige) schade wordt geleden.⁶⁰⁹ De NCGC 2016 en Code Banken 2015 geven uiting aan de gewenste compliance strategie van financiële ondernemingen, maar ook aan een integriteitsstrategie. Er wordt een actieve inspanning vereist van ondernemingen en individuele personen om resultaten te bereiken ten aanzien van onder meer: een lange termijn waardecreatie, risicobeheersing, cultuur en een verantwoord beloningsbeleid (NCGC 2016). De Code Banken 2015, als onderdeel van het pakket Toekomstgericht Bankieren – vermeldt meer nadrukkelijk de noodzaak voor een integriteitsbeleid. De Code Banken, in samenhang met het Maatschappelijk Statuut, de bankierseed, gedragsregels en tuchtrecht, legt de nadruk op het belang van een beheerste en integere bedrijfsvoering. In de code wordt een beheerste en integere bedrijfsvoering beschreven als volgt:

‘Om haar positie als stabiele en betrouwbare partner te verkrijgen en te behouden, formuleert een bank een missie, een strategie en doelstellingen. Deze zijn gericht op de lange termijn en komen onder meer tot uitdrukking in het risicobeleid van de bank en het beleid ten aanzien van duurzaamheid en maatschappelijk verantwoord ondernemen.’⁶¹⁰

Deze benadering duidt op een integriteitsbeleid en niet direct op een compliance beleid. Uit het pakket Toekomstgericht Bankieren spreekt een veronderstelling dat banken binnen de kaders van de wet opereren (en geen strafbare of beboetbare feiten plegen). Ten aanzien van compliance wordt in de Code Banken gesteld:

‘Alle medewerkers leven de op hen van toepassing zijnde formele regelgeving én zelfregulering na. De raad van bestuur en de raad van commissarissen zijn daar – met inachtneming van ieders taken en bevoegdheden – verantwoordelijk voor. De raad van bestuur is er verantwoordelijk voor dat de medewerkers bekend zijn en blijven met alle op de bank van toepassing zijnde regels, waarden en normen en blijven daar de aandacht op vestigen. De raad van commissarissen ziet daarop toe.’⁶¹¹

De gedragsregels, opgenomen in het pakket Toekomstgericht Bankieren, zijn het voorlopige eindresultaat van een verschoven focus in bancaire corporate governance van principes en best practices naar een ethisch zelfreguleringskader. De naleving van de gedragsregels wordt afgedwongen door een verplichte eed of belofte. Er zijn zeven regels geformuleerd die een vérgaande materiële invulling geven aan de

609. A.C.W. Pijls, ‘De bijzondere zorgplicht van de financiële dienstverlener’, in: F.G.M. Smeele & M.A. Verbrugh (red.), *‘Opgelegde bescherming’ in het bedrijfsrecht. Ratio, methodiek en dynamiek van dwingendrechtelijke bescherming van kwetsbare belangen in het bedrijfsrecht*, Den Haag: Boom Juridische uitgevers 2010.

610. Code Banken 2015, p. 4.

611. Idem, p. 6.

gewenste cultuur en het individuele gedrag van bankmedewerkers, dat een uiting moet zijn van integriteit, zorgvuldigheid en betrouwbaarheid.⁶¹²

4.2 Financiële ethiek

De regulering van financiële ondernemingen, met name banken, levert grote vraagstukken en uitdagingen op voor wetgevers, toezichthouders en interne en externe toezichthouders. De redenen voor deze uitdagingen zijn de complexiteit en dynamiek van de financiële wereld en de verwevenheid van de ondernemingen, het mondiale speelveld (inclusief reguleringsarbitrage) en de inherente risico's die ingebed zijn in de moderne financiële wereld. De traditionele bedrijfsethische benadering biedt duidelijke aanknopingspunten om te komen tot een normatief kader dat toegepast kan worden op actoren binnen financiële ondernemingen en op de organisatie als geheel. Corporate governance codes geven uiting aan normen en morele doelstellingen die verder reiken dan wetgeving en op punten een materiële invulling geven aan normen in het vennootschapsrecht, zoals het geval is bij art. 2:8 en 2:9 BW.⁶¹³ Echter, de normen uit art. 2:8 BW — dat een rechtspersoon en eenieder die bij zijn organisatie betrokken zijn zich jegens elkaar moet gedragen in overeenstemming met de maatstaven van redelijkheid en billijkheid — en art. 2:9 BW — de eis dat elke bestuurder tegenover de rechtspersoon gehouden is aan een behoorlijke taakvervulling — zijn ontoereikend om alle bestuurlijke en organisatorische facetten van een moderne financiële onderneming te normeren. Dit zijn voorbeelden van 'principle-based' wetsartikelen die ingevuld worden door toepassing van de maatstaven van redelijkheid en billijkheid en met de opvattingen die zijn geuit in de NCGC. De concrete materiële invulling staat niet in de wet zelf. Het ondernemingsrecht in zijn totaliteit biedt geen uitleg over de specifieke eisen die gesteld worden aan bestuurders (financieel of niet-financieel). Anders is dit ten aanzien van zaken als de financiële verslaggeving, boekhouding, statutaire kwesties en de verdeling en toedeling van rechten en plichten van de primaire actoren

612. 1 *U werkt integer en zorgvuldig* — Dit betekent onder andere dat u in uw werk eerlijk en betrouwbaar bent; verstrengeling van uw eigen belangen met de belangen van anderen voorkomt; de *schijn* van belangenverstrengeling voorkomt.

2 *U maakt een zorgvuldige afweging van belangen* — Dit betekent dat u in uw werk een zorgvuldige afweging maakt tussen de belangen van de klanten van de bank, de aandeelhouders, de leden, de obligatiehouders en de andere schuldeisers van de bank, de werknemers van de bank en de samenleving.

3 *U stelt de belangen van de klant centraal* — U stelt in de afweging van deze belangen de belangen van de klant centraal. Dit betekent onder andere dat u in uw werk klanten zo goed mogelijk informeert over producten en diensten en de risico's ervan; klanten geen producten of diensten aanbiedt die niet bij hen passen; eraan bijdraagt dat een product geen onverantwoorde risico's heeft voor een klant; eraan bijdraagt dat een product en de voorwaarden ervan begrijpelijk zijn voor een klant.

4 *U houdt zich aan de wet en andere regels die voor uw werk bij de bank gelden* — Dit betekent onder andere dat u zich in uw werk houdt aan de wet, reglementen, gedragsregels en instructies die voor uw werk bij de bank gelden.

5 *U houdt vertrouwelijke informatie geheim* — Dit betekent onder andere dat u geen vertrouwelijke informatie over klanten zonder hun toestemming aan een derde geeft. U geeft informatie over klanten alleen aan anderen als dat moet van de wet, de rechter of de toezichthouder. Ook maakt u in uw werk geen misbruik van informatie die u heeft.

6 *U bent open en eerlijk over uw gedrag en kent uw verantwoordelijkheid voor de samenleving* — Dit betekent dat u uw gedrag in uw werk laat toetsen aan deze gedragsregels.

7 *U draagt bij aan het vertrouwen van de samenleving in de bank* — Dit betekent onder andere dat u in uw werk geen risico's neemt die de bank en anderen in gevaar brengen.

613. Soerjatin 2012, p. 121 e.v.

binnen een onderneming: de bestuurders, commissarissen en de aandeelhouders. De traditionele bedrijfsethiek geeft invulling aan de normen die gelden voor ondernemingen en bestuurders op het gebied van: maatschappelijke verantwoordelijkheid, stakeholdermanagement, milieubehoud, lange termijn strategieën in het licht van ‘people, planet and profit’.⁶¹⁴ De historie van de bedrijfsethiek is lang en rijk en bevat waardevolle bronnen die uitwerking geven aan de persoonlijke en professionele verantwoordelijkheden van bestuurders, commissarissen en aandeelhouders en tevens van de normen die gelden voor ondernemingen als geheel.⁶¹⁵ Het recht biedt vaak een reguleringskader en aanduiding van hetgeen niet is toegestaan en formeel is geboden, het biedt weinig materiële normen die invulling geven aan gewenst ondernemingsbestuur en cultuur, strategie en besluitvorming. Dit is zeer zeker verdedigbaar, omdat deze materiële normen op gespannen voet zouden staan met de beginselen van rechtszekerheid en rechtvaardigheid en met de ‘business judgement rule’ die een vrijheid biedt aan ondernemers om het beleid en de strategie te bepalen.⁶¹⁶

Een belangrijk verschil tussen de algemene bedrijfsethiek en financiële ethiek⁶¹⁷ valt samen met het verschil tussen reguliere corporate governance principes en financiële corporate governance. De bedrijfsvoering, organisatorische complexiteit, financieringsstructuur en interne en externe risico’s zijn fundamenteel verschillend en derhalve is de invulling van de morele aspecten van goed ondernemingsbestuur verschillend. In de bedrijfsethiek is gebruik gemaakt van nutsethiek, gevolgenethiek, plichtethiek en deugdethiek om invulling te geven aan de morele verplichtingen en prioriteiten van bestuurders, werknemers en ondernemingen als geheel. Financiële ethiek kan gezien worden als een gespecialiseerde variant van bedrijfsethiek, waarin ruimte is om invulling te geven aan de intrinsieke kenmerken van de financiële wereld en de normatieve verantwoordelijkheden en ethische verplichtingen van actoren en ondernemingen die actief zijn in finance. Financiële ethiek⁶¹⁸ is een vorm van deugdethiek, die valt in de categorie van Aristotelische morele filosofie.⁶¹⁹ Dobson (1997) heeft financiële ethiek als volgt gedefinieerd:

‘Finance Ethics is not just a moral critique of the finance paradigm, arguing that self-interested profit making must be constrained by ethics. Rather, it is a critique from within that paradigm, in which truth becomes

614. R.J.M. Jeurissen, *Bedrijfsethiek een goede zaak*, Assen: Van Gorcum 2006; H. van Luijk & A. Schilder, *Patronen van verantwoordelijkheid: ethiek en corporate governance*, Schoonhoven: Academic Service 1997; I. ten Berge, *People, planet profit & prophecy: ethisch, verantwoord en duurzaam ondernemen*, Haarlem: Altamira 2010.

615. Van Luijk & Schilder 1997, p. 6 e.v.

616. Zie: B. Assink, *De januskop van het ondernemingsrecht – over facilitering en regulering van ondernemerschap*, Deventer: Wolters Kluwer 2010; A. Schaafsma, ‘Bestuurdersaansprakelijkheid: de toetsingsnorm van art. 2:9 BW vergeleken met de business judgement rule’, *Onderneming en Financiering* 2006-73.

617. G.A. Aragon, *Financial ethics: a positivist analysis*, Oxford: Oxford University Press 2011, p. 4.

618. Het navolgende is deels een bewerking van: M.D.H. Nelemans, ‘A knowledge-based approach to corporate governance in banks: towards stability and control’, in: A.H. Lamers & S.L.T. Schoenmakers (eds.), *Recht in een geïndividualiseerde netwerksamenleving*, Zutphen: Uitgeverij Paris 2014, p. 92.

619. J. Dobson, *Finance ethics – the rationality of virtue*, Oxford: Rowman & Littlefield Publishers Inc. 1997, p. 29.

a rational mechanism to enforce contracts, and virtuous behavior is shown to make the most business sense.’⁶²⁰

Dobson beschrijft vier sleutelaspecten van de deugdedithische theorie: i) een deugdelijk karakter (met de trekken eerlijkheid, doorzettingsvermogen, consistentheid en eerlijkheid); ii) het bestaan van een sterke actieve gemeenschap waarin deze deugden worden bevorderd; iii) een solide moreel oordelingsvermogen en geen strikte afhankelijkheid van regels en richtlijnen, en iv) het identificeren van morele rolmodellen, wat onmisbaar is voor het integreren van moraliteit in eerdergenoemde gemeenschap.⁶²¹ Al deze aspecten kunnen toegepast worden op moderne banken en hun leiders en werknemers, met name ten aanzien van risiconemers. Banken functioneren onder het paradigma van de financiële economie; een rationeel welvaart maximaliserend bedrijfsmodel. Dit model zonder een *ethische tegenhanger* heeft geleid tot korte termijn winststrategieën en het aangaan van excessieve risico's in de financiële sector. De vraag die na de financiële crisis is gerezen is: bestaat een wijze van omgaan met financiële en risicomanagement die winstgevend is en tegelijkertijd deugdelijk en ethisch verantwoord? Koslowski (2011) definieert financiële ethiek als volgt:

‘What institutional framework and what norms and rules of the financial sector correspond to the nature of the matter i.e. the function and the purpose of the financial industry, and are therefore materially appropriate’.⁶²²

Boatright (2010) stelt over financiële ethiek dat het een betrekkelijk nieuw onderzoeksgebied betreft. De studie van deze kwesties en normen kent echter een uitgebreide traditie en staat aan de basis van veel regulering van financiële markten en financiële ondernemingen, daaronder begrepen de zelfregulering van de sector en ondernemingen.⁶²³

Soppe (2013) heeft de volgende definitie van financiële ethiek geformuleerd:

‘Financiële ethiek is het systematisch ontwikkelen van de juiste meningsvorming, die leidt tot het juiste handelen ten aanzien van financiële processen van ondernemingen, instituties en organisaties in relatie tot de hun omringende (financiële) markten.’⁶²⁴

Soppe stelt dat het bij de studie van economie van vitaal belang is om tevens de morele kwaliteit van gedrag te bestuderen. Niet de wet of reguleringen zijn primair verantwoordelijk voor de eerlijkheid en gerechtigheid in de maatschappij, maar iedere economische participant. Hoe groter een instituut, in grootte of invloed,

620. Dobson 1997 (achterflap).

621. Dobson 1997, p. 96.

622. P. Koslowski, *The ethics of banking – conclusions from the financial crisis*, London: Springer 2011, p. 7.

623. J.R. Boatright, ‘Ethics in finance’, in: J.R. Boatright (ed.), *Ethics – Critical issues in theory and practice*, New Jersey: John Wiley & Sons Inc. 2010, p. 3.

624. A. Soppe, *Grondlijnen voor een nieuwe financiële ethiek*, Assen: Van Gorcum 2013, p. 35.

hoe groter de verantwoordelijkheid van deze organisatie is.⁶²⁵ Soppe vermeldt 'moral hazard' als een belangrijk aspect van financiële ethiek, hij definieert het als het opportunistische gedrag waarbij een economische actor zichzelf tracht te verrijken ten koste van een ander. Moral hazard bestaat voornamelijk als een actor niet de (volledige) verantwoordelijkheid draagt voor zijn financiële activiteiten. Een prominent voorbeeld hiervan zijn banken die 'too big to fail' zijn en een bail-out van de overheid verwachten als zij failliet dreigen te gaan. Averechtse selectie⁶²⁶ is ook een vorm van moral hazard. Dit geschiedt in de praktijk als een actor een informatievoorsprong heeft ten opzichte van een andere actor en deze informatie-asymmetrie gebruikt om ten koste van de ander voordeel te behalen.⁶²⁷ Soppe (2013) heeft zeven grondlijnen geformuleerd voor hedendaagse financiële ethiek: 1) rechtvaardigheid,⁶²⁸ 2) duurzaamheid, 3) natuur, 4) risico en rendement, 5) participanten, 6) legitimiteit, 7) monisme.

Ten aanzien van de regulering van banken zijn met name de eerste en vierde grondlijn van belang. De filosofische benadering van rechtvaardigheid gaat verder dan het concept van naleving van wetten en kan gezien worden als een deugd. Volgens Aristoteles is rechtvaardigheid de hoogste deugd van alle deugden.⁶²⁹ Aristoteles maakt het onderscheid tussen universele rechtvaardigheid (naleving van wetten en het geheel van deugden – het onderscheid tussen goed en kwaad) en specifieke rechtvaardigheid (distributieve of correctieve rechtvaardigheid).⁶³⁰ Distributieve rechtvaardigheid heeft betrekking op de verdeling van delen en bronnen onder de leden van een gemeenschap, zoals eer, autoriteit, geld of waardepapieren.⁶³¹ Het komt neer op het concept: 'to give each his or her due'.⁶³² Correctieve rechtvaardigheid heeft betrekking op het corrigeren van individuele transacties, zowel vrijwillige als niet-vrijwillige transacties. Vrijwillige transacties zijn handel, lenen tegen rente en deposito's. Voorbeelden van niet-vrijwillige transacties zijn diefstal en opsluiting. Een ruiltransactie kan gezien worden als eerlijk (in de zin van distributieve gerechtigheid) als de geruilde goederen een vergelijkbare waarde vertegenwoordigen. Bij een niet-vrijwillige transactie dient het verschil in waarde (het verlies) gecompenseerd worden.⁶³³ In de correctieve rechtvaardigheidstheorie wordt onrechtvaardigheid gecompenseerd door aansprakelijkheid.⁶³⁴ Een bail-out door de overheid na het nemen van excessieve risico's door een systeemrelevante bank kan gezien worden als onrechtvaardig vanuit het gezichtspunt van zowel correctieve als distributieve rechtvaardigheidsdenken. De relatie tussen risico en

625. Soppe 2013, p. 159.

626. Het proces waarbij door asymmetrische informatie goede risico's van de markt worden gedreven door slechte risico's.

627. Soppe 2013, p. 159-160.

628. Wettelijke rechtvaardigheid enerzijds – specifieke rechtvaardigheid distributieve en corrigerende rechtvaardigheid anderzijds.

629. Aristotle, *Ethica Nicomachea*: Book V.

630. Aristotle: *Ethica Nicomachea*: Book V; zie ook: C.M. Young, 'Aristotle's justice', in: R. Kraut (ed.), *The Blackwell Guide to Aristotle's Nicomachean Ethics*, Oxford: Blackwell Publishing 2008, p. 181.

631. C.M. Young, 'Justice', in: G. Anagnostopoulos (ed.), *A Companion to Aristotle*, Chichester: Wiley-Blackwell 2009, p. 461; Soppe 2013, p. 162.

632. Zie ook: A. Buchanan & D. Mathieu, 'Philosophy and Justice', in: R.L. Cohen (ed.), *Justice: views from the social sciences*, New York: Springer 1986, p. 14.

633. S. Fleischacker, *A short history of distributive justice*, Harvard: 2005, p. 19; Young 2009, p. 462.

634. E.J. Weinrib, 'Corrective justice in a nutshell', *The University of Toronto Law review* 2002-52, p. 349.

rendement is vanuit het perspectief van de financiële ethiek mogelijk het belangrijkste aspect.⁶³⁵

In de economische wetenschap is de positieve benadering gebaseerd op de veronderstelling dat rationele actoren volledig geïnformeerd handelen op complete en efficiënte markten.⁶³⁶ In de positieve economie worden waardeoordelen vermeden, de focus ligt op de vraag ‘wat is er?’ en niet op de vraag ‘wat zou moeten zijn?’.⁶³⁷ In de normatieve economische wetenschap wordt een waardeoordeel beschouwd als een uitspraak over de uitkomst van overheidsbeleid en economische handelingen. De financiële crisis heeft aangetoond dat een normatieve benadering van finance tevens geboden is. Het maximaliseren van de winst voor aandeelhouders kan gezien worden als een primair doel van financiële actoren.⁶³⁸ De recente geschiedenis heeft aangetoond dat dit paradigma een ethische tegenhanger nodig heeft. Financiële ethiek maakt geen gebruik van een positieve (descriptieve), maar een normatieve (prescriptieve) benadering, en ziet mensen als imperfecte wezens en markten als complexe multidisciplinaire studieobjecten met ruimte voor ethische overwegingen en besluitvorming.⁶³⁹ Het is ingewikkeld om passend risicomanagement in banken te definiëren, maar twee criteria kunnen geboden worden: ten eerste dienen alle participanten in de financiële sector in essentie bij te dragen aan de werkelijke economie.⁶⁴⁰ Ten tweede dienen de eigen activiteiten van individuen en instellingen de test kunnen doorstaan van hun eigen morele oordelingsvermogen. Financiële ondernemingen kunnen gezien worden als een verzameling van individuen die een bijdrage leveren aan de werkelijke economie en op wie juridische, morele en financiële verantwoordelijkheden rusten.⁶⁴¹

De Bruin (2015) geeft aan dat de traditionele scheidslijn tussen epistemologie (kennisleer) en ethiek niet langer stand kan houden. Epistemologie handelt over de filosofische theorie van kennis en in de context van een onderneming houdt de epistemologie zich bezig met competenties en kennis. Bedrijfsethici houden zich traditioneel gezien bezig met motivatie en praktische zaken. De Bruin geeft aan dat ethici zich in toenemende mate bezighouden met vragen omtrent kennis en overtuigingen (veronderstelde kennis, die juist of onjuist is).⁶⁴² Tegelijkertijd is in de filosofische studie van kennis een toenemende aandacht gekomen voor de sociale, politieke en morele aspecten van kennis. Het punt waar ethiek en epistemologie elkaar raken is de theorie van de epistemische waarden.⁶⁴³ De Bruin geeft aan

635. Koslowski 2011, p. 11; Soppe 2013, p. 177; Kolb 2010, p. 37-38.

636. G.F. DeMartino, ‘Economics and justice’, in: R.C. Free (ed.), *21st Century Economics: A reference handbook*, volume 2, London: Sage Publications Ltd. 2010, p. 526; F. McDonald & F. Burton, *International Business*, Hampshire: Cengage Learning 2002, p. 116.

637. R.A. Arnold, *Microeconomics*, Mason: South-Western Cengage Learning 2013, p. 21.

638. Dobson 1997, p. 15; R.C. Moyer, J.R. McGuigan, R. Rao & W.J. Kretlow, *Contemporary Financial Management*, Mason: South-Western Cengage Learning 2012, p. 6-8.

639. Soppe 2013, p. 177-178.

640. Soppe 2013, p. 182.

641. Zie ook: Soppe 2013, p. 183; Koslowski 2011, p. 184-188; Naciri 2010, p. 299-303.

642. B. de Bruin, *Ethics and the Global Financial Crisis*, Cambridge: Cambridge University Press 2015, p. 11-12.

643. Zie ook: D. Gasper, ‘Form “Hume’s Law” to problem-and policy-analysis for human development. Sen after Dewey, Myrdal, Stretton, Stretton and Haq’, in: M.D. White & I. van Staveren (eds.), *Ethics and economics: new perspectives*, Oxon: Routledge 2012, p. 192.

dat de studie van epistemische waarden nog niet in brede zin wordt toegepast op concrete situaties, maar in abstracte zin wordt bestudeerd (de discipline is ongeveer dertig jaren oud). De reden hiervoor is dat in de studie van epistemische waarden de nadruk ligt op het epistemische karakter en niet op het morele aspect.⁶⁴⁴ Een toename in empirisch en theoretisch onderzoek van de deugdedethiek in psychologie, economie, sociologie en andere disciplines geeft volgens De Bruin aan dat deze vorm van ethiek, in navolging van gevolgenethiek en plichtethiek, een prominente plaats in de wetenschap inneemt. De studie van goed ondernemingsbestuur vindt in de wetenschap plaats via twee lijnen: onderzoek naar kennismanagement en gedragseconomie. Het onderzoek naar kennismanagement richt zich op de vraag hoe bedrijfsprocessen georganiseerd moeten worden rond kennis en informatie. In deze discipline worden strategieën beschreven die gericht zijn op het stimuleren van het delen van kennis en kennis-disseminatie door werknemers, het verkrijgen en toepassen van kennis wordt bestudeerd. De tweede studielijn is de gedragseconomie. Deze confronteert traditionele economische en financiële modellen met psychologische concepten, theorieën en experimenten.⁶⁴⁵ De grondleggers van de gedragseconomie zijn Kahneman en Tversky, zij zochten plausibele psychologische alternatieven voor de besluitvormingstheorie die gebaseerd is op het maximaliseren van nut.⁶⁴⁶ De wetenschappers die de gedragseconomie gestalte hebben gegeven hebben aangetoond dat de volgende zaken van invloed zijn op besluitvorming: framing effecten, mentaal accounting, het gebruik van heuristieken in plaats van mentale berekeningen en cognitieve obstakels die gerelateerd zijn aan overmoedigheid, 'bevestiging-bias', vasthoudendheid in overtuiging, ankeren, gokkermisvatting en meerdere.⁶⁴⁷ Robert Schiller heeft de relevantie van deze inzichten voor finance beschreven.⁶⁴⁸ De rol van financiële ethiek is het bieden van een morele richtsnoer voor financiële ondernemingen en personen die werkzaam zijn in de financiële sector.⁶⁴⁹ Het is een prescriptieve vorm van moraaletiek die vanuit de essentie van financiële processen, producten en markten aangeeft wat een verantwoordelijke, eerlijke en rechtvaardige handelswijze is. Meer dan principes van goed ondernemingsbestuur en algemene bedrijfsethiek biedt financiële ethiek aanknopingspunten om een juiste houding, besluitvorming, sturing en marktparticipatie te bewerkstelligen. Het is de tegenhanger van de traditionele liberale economische gedachte, waarin winstmaximalisatie voorop staat. Echter, financiële ethiek is niet geschikt om een-op-een getransformeerd te worden in formele wet- en regelgeving, omdat de aard van de normen hiervoor ongeschikt is. Deze kunnen wel een invloedrijke rol spelen in de totstandkoming van wet- en regelgeving, omdat ze uiting geven aan breed gedragen maatschappelijke en politieke opvattingen over een deugdelijke, duurzame en integere financiële sector.

644. De Bruin 2015, p. 14.

645. Idem, p. 15.

646. A. Tversky & D. Kahneman, 'Judgement under uncertainty: heuristics and biases', *Science*, Vol. 185 1974, p. 1124-1131; D. Kahneman & A. Tversky, 'Prospect theory: an analysis of decision under risk', *Econometrica* 1979-47, p. 263-291.

647. De Bruin, 2015, p. 15; meer uitgebreid over 'heuristics and biases', zie: Broekhuizen 2016, p. 105.

648. R.J. Shiller, *Irrational Exuberance*, New Jersey: Princeton University Press, 2000; R.J. Schiller, 'From efficient markets theory to behavioral finance', *Journal of economic perspectives* 2003-17, p. 83-104.

649. Zie ook: J. Hendry, *Ethics and finance – an introduction*, Cambridge: Cambridge University Press 2014, p. 47.

4.3 Governance, finance en zorgethiek

In het Nederlandse financiële toezichtrecht hebben zorgplichten een prominente plaats gekregen. In wetgeving wordt voor het gebruik van zorgplichten gekozen als de normadressaat een brede keuzevrijheid moet krijgen.⁶⁵⁰ Rinkes (2014) stelt over zorgplichten en ethiek:

‘Zorgplicht heeft te maken met “zorgen” en krijgt daarmee een sterk ethisch karakter. Zorgen betekent: toezien en moeite doen dat iets geschiedt of onderhouden wordt, waken voor iets. Informeren is het zich verschaffen van kennis. Bij “zorgen” komt direct de gedachte op aan de bescherming van zwakkere partijen in het recht, zoals de consument.’⁶⁵¹

In de wetgeving hebben de onderzoeksinformatie en waarschuwingsplichten voor financiële dienstverleners en tussenpersonen gestalte gekregen.⁶⁵² Een voorlopig eindpunt in deze ontwikkeling is de invoering van de generieke zorgplicht van art. 4:24a Wft. Echter juridische zorgplichten zijn geen directe vertaling van zorgethiek, een nadere toelichting is geboden. Tjong Tjin Tai (2007) stelt dat: ‘zorgethiek de ethische theorie is die de zorgrelatie als model neemt voor ethisch handelen’.⁶⁵³ Er bestaat een spanningsveld tussen zorgethiek en rechtvaardigheidsethiek. Tjong Tjin Tai geeft aan dat de moderne ethiek een diversiteit vertoont die niet alleen door de rechtvaardigheidsethiek bestreken kan worden. De oorsprong van de zorgethiek is het boek ‘In a different voice’ van Gilligan (1982).⁶⁵⁴ Zij onderscheidt twee wijzen om over moraal te praten, enerzijds de leer van haar promotor Kohlberg, die gebaseerd is op rechten, verplichtingen en rechtvaardigheid, een rechtvaardigheidsethiek⁶⁵⁵ en anderzijds een eigen ethiek van verantwoordelijkheid, die later aangeduid zou worden als zorgethiek.⁶⁵⁶ De oorspronkelijke principes van de zorgethiek, zoals door Gilligan ontwikkeld, zijn: i) de benadering van een moreel probleem vanuit de zorg wordt bereikt door het zelf te beschouwen als verbonden met anderen; ii) morele dilemma’s zijn contextueel; iii) dilemma’s worden opgeslo-

650. C.E.C. Jansen et al., ‘Zorgplichten in publiek- en privaatrecht’, in: C.E.C. Jansen et al. (red.), *Zorgplichten in publiek- en privaatrecht*, Den Haag: Boom Juridische uitgevers 2011, p. 13; ook: Nelemans 2013, p. 60.

651. J.G.J. Rinkes, ‘Grensverleggend verzekeren: verzekeringsrecht en de interne markt’, *Het Verzekerings-Archief* 2014-4, p. 220.

652. Zie ook: Chr. H. van Dijk & F. van der Woude, ‘Privaatrechtelijke aansprakelijkheid van financiële dienstverleners voor het schenden van informatie-, onderzoeks- en waarschuwingsplichten en de Wet op het financieel toezicht’, *Aansprakelijkheid, Verzekering en Schade* 2009, p. 76 e.v.; Pijls 2010, p. 1 e.v.; Broekhuizen 2016, p. 135.

653. T.F.E. Tjong Tjin Tai, *Zorgplichten en zorgethiek*, Deventer: Kluwer 2007, p. 1.

654. C. Gilligan, *In a different voice – psychological theory and women’s development*, Cambridge: Harvard University Press 1982; zie ook: Tjong Tjin Tai 2007, p. 15.

655. Navolgende is gebaseerd op: Tjong Tjin Tai 2007, p. 18; zie Kohlberg (1971). Hij ontwikkelde zes stadia en drie niveaus van morele oordeelsvorming: i) het preconventionele niveau, waarop wordt afgemeten wat goed is aan de hand van het individuele eigenbelang, ii) het conventionele niveau, waarop het goede wordt afgemeten aan sociale conventie en in termen van interpersoonlijke verhoudingen, het goede wordt gelijkgesteld aan het welbevinden van anderen en op dit niveau worden relaties ondergeschikt gesteld aan regels, iii) op het postconventionele niveau wordt moraliteit aan regels en rechten gekoppeld en worden universele regels van rechtvaardigheid boven regels geplaatst: L. Kohlberg, ‘Stages of moral development as a basis of moral education’, in: C. Beck et al. (eds.), *Moral education: interdisciplinary approaches*, Toronto: University of Toronto Press 1971.

656. Tjong Tjin Tai 2007, p. 20.

ten door inductief denken; iv) de morele ontwikkeling in stadia is sequentieel en hiërarchisch; v) het principe van morele verantwoordelijkheid uit zich in de stemmen van vrouwen en vi) het onderscheidt zich door een nadruk op verbondenheid, kwesties gerelateerd aan zelfopoffering en onzelfzuchtigheid en relationele overwegingen.⁶⁵⁷

Zorgethiek volgens Gilligan kan tegenover rechtenethiek gesteld worden, op punten zoals de verbinding van het zelf met anderen ten opzichte van een gescheiden individuele zelf en de focus op daadwerkelijke dilemma's in plaats van hypothetische dilemma's.⁶⁵⁸ Gilligan stelt dat als een moreel probleem beschouwd wordt vanuit de invalshoek van de zorg, dan kan het niet tegelijkertijd benaderd worden vanuit de rechtvaardigheid, omdat beide systemen het probleem anders organiseren.⁶⁵⁹ Een persoon kan een moreel probleem wel bekijken vanuit zorg en recht, maar niet tegelijkertijd. Gilligan stelt dat moraliteit de aspecten zorg en rechtvaardigheid beide moet onderkennen. Gilligan onderstreept wel het belang van rechten, omdat rechten mensen in staat stellen om op een passende wijze de eigen belangen in te schatten en om verantwoord te handelen naar zichzelf en anderen en om een connectie in stand te houden. Held (2006) is van mening dat een keuze tussen een zorgethische benadering of rechtenethiek niet noodzakelijk zou hoeven zijn en dat een integratie van zorgethiek en rechtenethiek nastrevenswaardig en mogelijk is.⁶⁶⁰

Held stelt dat het primaire kenmerk van zorgethiek is de overtuigende morele drang om het zorgen voor de behoeften van degene voor wie we verantwoordelijkheid nemen.⁶⁶¹ Het secundaire kenmerk van zorgethiek is dat het een epistemologisch proces betreft waarin men tracht te doorgronden wat moraliteit in een specifiek geval vereist en men emoties accepteert (in plaats van deze af te wijzen). Niet alle emoties kunnen een rol spelen, maar, in tegenstelling tot puur rationele benaderingen, kunnen emoties als sympathie, empathie, sensitiviteit en reactiviteit gezien worden als morele emoties die gecultiveerd dienen te worden, niet alleen om te helpen bij de implementatie van de dictaten van de redelijkheid, maar ook om beter te kunnen inschatten wat moreel juist is.⁶⁶² Plichtethiek en gevolgenethiek zijn rationele vormen van moraalfilosofie en theorieën gericht op juist handelen. Ze zijn gebaseerd op universele normen en bepleiten abstracte principes die toepasbaar worden geacht op situaties waarin een beslissing genomen dient te worden over wat moreel juist handelen is. De morele epistemologie van Kantiaanse plichtethiek is gebaseerd op het uitgangspunt dat men via de rede de implicaties van de categorische imperatief kan doorgronden en dat men dient te handelen in overeenstemming met de rationele wil, niet de emoties.⁶⁶³ Moreel gezien is het

657. C. Gilligan, *In a different voice – psychological theory and women's development*, Cambridge: Harvard University Press 1982; zie ook: D. Adhariani et al., *Financial management and corporate governance and ethics of care*, Cham: Springer 2017, p. 287; zie ook: Tjong Tjin Tai 2007, p. 20.

658. Zie Tjong Tjin Tai 2007, p. 20 met verwijzing naar Gilligan 1982, p. 100-105.

659. Zie: Tjong Tjin Tai 2007, p. 21 met verwijzing naar Gilligan 1982, p. 164-165; zie ook: Rinkes 2007, p. 234.

660. V. Held, *The ethics of care: personal, political and global*, Oxford: Oxford University Press 2006, p. 66.

661. Idem, p. 10.

662. Idem, p. 10.

663. Kant 1785 (Yale 2002), p. 33.

motief waarmee men handelt doorslaggevend, niet het resultaat van het handelen. In de gevolgenethiek zijn de consequenties van handelen moreel doorslaggevend, gericht op het vergroten van nut, geluk en welbevinden voor een zo groot mogelijke groep personen. Beide morelethische benaderingen zijn gestoeld op een rationele afweging. Held (2006) stelt dat de deugdeethiek in het laatste kwart van de twintigste eeuw (vanuit hernieuwde interesse) opgekomen is en fungeert als alternatief voor plichtethiek en nutsethiek, omdat de cultivering van een goed en deugdelijk karakter ertoe leidt dat personen handelen op een wijze die moreel wenselijk is. Vanuit de deugdeethiek wordt onderkend dat het menselijk karakter eigen subtiliteiten kent en dat morele situaties complex zijn. In dezelfde periode is, vanuit de feministische filosofie en feministische kijk op ethiek, de zorgethiek voortgekomen.⁶⁶⁴ Zorgethiek is qua benadering meer verwant aan deugdeethiek dan aan plichtethiek en gevolgenethiek vanwege de gedeelde waardering voor karaktertrekken als empathie, compassie en vriendschap, dit zijn sociale deugden.⁶⁶⁵

Corporate governance is het instrument om de belangenconflicten tussen het bestuur, de eigenaren en andere stakeholders te minimaliseren. Vanuit de stakeholdersbenadering van corporate governance wordt een onderneming breder gezien dan een nexus van contracten gericht op het creëren van waarde voor de deelnemers. Het stakeholdermodel is gericht op waardevermeerdering van alle bij de onderneming betrokken partijen. De waardemaximalisatie in een stakeholdersbenadering wordt geëffectueerd door het verlagen van kosten en het verminderen van 'waste', terwijl productkwaliteit vergroot wordt, vaardigheden en voldoening van werknemers worden vergroot en een bijdrage wordt geleverd aan de ontwikkeling van de gemeenschap.⁶⁶⁶ Het doel van de onderneming kan een conflict doen ontstaan tussen aandeelhouders en andere belanghebbenden, daar zij tegenovergestelde belangen kunnen hebben. In het Nederlandse ondernemingsrecht is geregeld dat bestuurders zich moeten richten naar het belang van de rechtspersoon en de met haar verbonden onderneming. Dit uitgangspunt is benadrukt met de invoering van art. 2:11 BW. Vanuit deze wettelijke plicht kan tevens een spanningsveld ontstaan tussen het belang van de onderneming en van de bij de onderneming betrokken stakeholders.

Een zorgethische benadering van corporate governance erkent de veelvoud van daadwerkelijke en potentiële relaties en onderkent de verschillende maten van asymmetrie in machtsdistributie, die een zorgethische plicht meebrengen.⁶⁶⁷ In de zorgethische benadering van corporate governance worden relaties niet gezien als een abstracte en anonieme interactie tussen heteronome groepen, maar als een gezonde en contextuele relatie tussen individuen in een of meerdere stakeholdergroepen. De traditionele stakeholdersbenadering van corporate governance positioneert de onderneming als contractueel verbonden met een groep stakeholders, met een nadruk op de legalistische en contractuele (mannelijke) kant van het bestaan.⁶⁶⁸ De feministische benadering van stakeholdermanagement benadrukt ook de

664. Held 2006, p. 59.

665. W. French & A. Weis, 'An ethics of care or an ethics of justice', *Journal of business ethics* 2000, p. 125.

666. Adhariani 2017, p. 50.

667. Idem, p. 52 (met verwijzing naar: Machold, Ahmed & Farquhar 2008).

668. Idem, p. 53 (met verwijzing naar Burton & Dunn 1996, p. 133-147).

verantwoordelijkheden die een onderneming heeft voor het beschermen van de belangen van stakeholders met wie geen contractuele overeenkomst is gesloten. Clarke (1998) heeft het onderscheid beschreven van contractuele stakeholders en gemeenschaps-stakeholders: i) contractuele stakeholders zijn aandeelhouders, werknemers, klanten, leveranciers, en crediteuren en ii) gemeenschaps-stakeholders zijn toezichthouders, de overheid, belangenverenigingen en lokale gemeenschappen.⁶⁶⁹ Adhariani (2017) ziet een toegevoegde waarde van de implementatie van zorgethiek in de corporate governance van bedrijven, omdat het een probleemoplossing via regels en wetten kan complimenteren. De contextuele en zorgethische benadering kan als een framework een onderneming ondersteunen om een meer passende stakeholder-betrokkenheid te ontwikkelen, gericht op het onderhouden van relaties met stakeholders die in de toekomst een bron van succes en welvaart voor de onderneming zullen brengen. Om dit mede mogelijk te maken adviseert Adhariani om een verfijnd financieel planningsmodel te hanteren om daarmee te kunnen informeren over financiële managementstrategieën in de toekomst en om duurzame activiteiten te ontplooiën zonder het winst oogmerk te verliezen.⁶⁷⁰

Zorgethiek als moraaletische theorie is verwant aan juridische zorgplichten, maar behelst niet hetzelfde. Tjong Tjin Tai geeft aan dat vaak wordt aangenomen dat zorg tegenover recht geplaatst wordt.⁶⁷¹ Recht is gebaseerd op plichten en deze zouden niet verenigbaar zijn met zorg. Echter, zorg maakt onderdeel uit van het juridisch systeem, het heeft een aanvullend karakter en is verplicht. Er is een verschil tussen de juridische benadering van zorg en de ethische benadering. De juridische zorg gaat verder dan de ethische en veel juridische zorgplichten zijn geen zorg in ethische zin.⁶⁷² In het verbintenissenrecht komt de juridische zorgplicht tot uiting in de eis dat partijen in goede trouw naar elkaar moeten handelen. Een zorgvuldige uitvoering van de overeenkomst betekent dat zorg dient te worden betracht voor het belang van de schuldeiser. Binnen een juridische context komt zorg terug in waarschuwings-, informatie- en mededelingsplichten. In het Nederlandse rechtsstelsel zijn privaatrechtelijke en publiekrechtelijke zorgplichten wettelijk vastgelegd. Voor financiële dienstverleners zijn tevens bijzondere zorgplichten geformuleerd. De privaatrechtelijke zorgplicht is te herleiden tot het arrest Baris/Riezenkamp uit 1975, waarin de Hoge Raad de rechtsregel formuleerde dat partijen hun gedrag mede moeten afstemmen op de gerechtvaardigde belangen van de andere partij.⁶⁷³ Ongelijkheid tussen partijen maakt dat de zorgplicht groter wordt.⁶⁷⁴ Bij een ongelijke verhouding tussen partijen, zoals een bank en een klant, rust op de bank een zwaardere privaatrechtelijke zorgplicht dan wanneer partijen gelijkwaardig tegenover elkaar staan.

669. T. Clarke, 'The stakeholder corporation: A business philosophy for the information age', *Long Range Planning* 31(2) 1998, p. 182-194 (zie ook: Adhariani 2017, p. 53).

670. Adhariani 2017, p. 293.

671. Tjong Tjin Tai 2007, p. 219.

672. Idem, p. 219.

673. HR 19 december 1975, ECLI:NL:HR:1975:AG2023, NJ 1976/280 (*Baris/Riezenkamp*).

674. B.M.C. Stenden, 'Ontwikkeling van (bijzondere) zorgplicht in financiële dienstverlening', *Vakblad financiële planning* 2015-5.

Timmerman (2008) stelt dat zorgplichten het contractenrecht een sociaal karakter geven, vanwege de toevoeging van het element wederkerigheid.⁶⁷⁵ Frima (2011) geeft aan dat de omvang van de zorgplicht bepaald wordt door de partij met wie de bank in een contractuele relatie staat.⁶⁷⁶ Volgens Rinkes (2007) vloeit de bijzondere zorgplicht van banken voort uit de tussen hen aanwezige contractuele relatie. De zorgplicht richting derden is echter gebaseerd op hetgeen volgens het ongeschreven recht in het maatschappelijk verkeer betaamt.⁶⁷⁷

De privaatrechtelijke zorgplicht wordt ingevuld met de norm van de redelijk bewakende en redelijk handelende dienstverlener in zijn verhouding tot cliënten (zowel contractueel als buitencontractueel).⁶⁷⁸ Een opdrachtnemer dient zich conform art. 7:401 BW als een goed opdrachtnemer te gedragen. Tjong Tjin Tai (2012) stelt dat deze zorgplicht ruim dient te worden opgevat.⁶⁷⁹ Op basis van art. 7:401 BW dienen financiële dienstverleners een inspanning te leveren gericht op het behartigen van het belang van cliënten, deze plicht is een inspanningsverplichting, niet direct gericht op een te behalen resultaat.⁶⁸⁰ De maatstaven van redelijkheid en billijkheid die voortvloeien uit art. 6:2 en 6:248 BW zijn ook van toepassing op het gedrag van banken.⁶⁸¹ In de jurisprudentie hebben deze normen een invulling gekregen. De Hoge Raad heeft in zijn uitspraken gestalte en invulling gegeven aan de bijzondere zorgplicht van banken⁶⁸² die op hen rusten vanwege de bijzondere rol in de maatschappij en het economische verkeer, (als kredietverlener, financieel expert en vermogensbeheerder).⁶⁸³ De privaatrechtelijke zorgplichten van banken richting consumenten in de precontractuele fase zijn in de arresten van de Hoge Raad van 5 juni 2009 nadrukkelijk benadrukt.⁶⁸⁴

675. L. Timmerman, 'Situatieve gelijkheid in het (privaat)recht', in: D.J. Wolfson et al. (red.), *Gelijkheid in een pluriforme samenleving*, Amsterdam: KNAW Press 2008, p. 39.

676. J.C.A.T. Frima, 'De civiele zorgplicht van de bank jegens derden', in: R. Stijnen & R. Kruisdijk, *Zorgplicht en financieel toezicht*, Deventer: Kluwer 2011, p. 43.

677. J.G.J. Rinkes, 'Juridische aspecten van de informatie- en zorgplichten van financiële ondernemingen onder het regime van de Wet op het financieel toezicht', *Nederlands Tijdschrift voor Handelsrecht* 2007, p. 234.

678. Idem, p. 228.

679. T.F.E. Tjong Tjin Tai, 'Generieke zorgplicht in theorie en praktijk', in: M.L. Hendrikse & J.G.J. Rinkes (red.), *Naar een (doorlopende) generieke zorgplicht voor verzekeraars en verzekeringstussenpersonen?*, Zutphen: Uitgeverij Paris 2012, p. 40.

680. Van Dijk & Van der Woude 2009, p. 76.

681. Over de verhouding tussen privaatrechtelijke en bestuursrechtelijke normen en gedragsregels stelt Cherednychenko (2011, p. 133) dat oorspronkelijk het privaatrecht een grote invloed had op de inhoud van de publiekrechtelijke normen voor financiële instellingen. In toenemende mate hebben publiekrechtelijke regels een normerende rol gekregen bij de invulling van privaatrechtelijke regels, zoals de redelijkheid en billijkheid: O.O. Cherednychenko, 'De bijzondere zorgplicht van de bank', in: C.E.C. Jansen et al. (red.), *Zorgplichten in publiek- en privaatrecht*, Den Haag: Boom Juridische uitgevers 2011.

682. HR 29 september 1995, NJ 1998/81 (ABN AMRO/Hendriks); HR 23 mei 1997, NJ 1998/192 (Rabobank/Everaars); HR 26 juni 1998, NJ 1998/660 (Van der Klundert/Rabobank); HR 11 juli 2003, NJ 2005/103 (Van Zuylen/Rabobank); HR 23 maart 2007, NJ 2007/333 (ABN AMRO/Van Velzen); HR 4 december 2009, NJ 2010/67 (Nabbel/Staalbankiers). Zie ook: Frima 2011, p. 43; Cherednychenko 2011, p. 122-123.

683. HR 29 september 1995, NJ 1998/81 (ABN AMRO/Hendriks), HR 1 juni 1990, NJ 1991/759 (Van Lanschot/Brink); HR 9 januari 1998, NJ 1999/285 (Mees Pierson/Ten Bos). Zie: Tjong Tjin Tai 2012, p. 41.

684. HR 5 juni 2009, RvdW 2009/683 (De T./Dexia), HR 5 juni 2009, RvdW 2009/684 (Levob/B en GBD), HR 5 juni 2009, RvdW 2009/685 (Stichting Gedupeerden Spaarconstructie/Aegon). Zie ook: K. Rutten, 'De bijzondere zorgplicht van banken bij het afsluiten van renteswaps met professionele beleggers', *Tijdschrift voor de ondernemingsrechtpraktijk* 2012, p. 314; Cherednychenko 2011, p. 122 (deze paragraaf is een bewerking van: Nelemans 2013, p. 63-64).

Op 1 januari 2014 is in de Wft een algemene zorgplicht opgenomen die door financiële dienstverleners in acht dient te worden genomen richting consumenten. Deze bestuursrechtelijke verankering van de algemene zorgplicht is een aanvulling op het systeem van consumentenbescherming en heeft in dat opzicht een normerende werking. Tegelijkertijd dient het als vangnetbepaling op grond waarvan de AFM kan optreden indien de wet (nog) geen voorziening biedt voor een bepaalde handelspraktijk, dit wordt door de Minister van Financiën beschreven als de sanctionerende werking.⁶⁸⁵ De oorsprong van de algemene zorgplicht kan gevonden worden in de wetgevingsbrief van de AFM uit 2011 waarin zij het verzoek deed voor een algemene zorgplicht waarmee invulling gegeven zou worden aan de regels omtrent zorgvuldige advisering en de bevoegdheden met betrekking tot product-ontwikkelingsprocessen.⁶⁸⁶ Art. 4:24a Wft is ingevoerd om de AFM een handhavingsinstrument te bieden in gevallen waarin een schadelijke praktijk direct beantwoord moet worden en op dat moment geen toepasselijke wetgeving bestaat. Art. 4:24a Wft heeft een driedelig doel: i) een betere bescherming van consumenten; ii) het leveren van een bijdrage van een cultuuromslag in de financiële sector en iii) het bieden van een vangnetbepaling voor de AFM.⁶⁸⁷ De invoering van de algemene zorgplicht is de introductie van een wettelijke zorgplicht in het financieel recht die reeds op grond van privaatrechtelijke jurisprudentie voor financiële instellingen gold.

Er is sinds de invoering van art. 4:24a Wft nog niet formeel gehandhaafd vanwege schending. De verklaring die de minister hiervoor geeft is: i) er zijn in de Wft meer concrete normen voorhanden; ii) de normerende werking van de zorgplicht leidt ertoe dat financiële instellingen zelfstandig wijzigingen hebben doorgevoerd en iii) het uitblijven van handelspraktijken en consumentbejegening die tot handhavend optreden zouden kunnen leiden, er is nog geen zaak voor de bestuursrechter gebracht en er is nog geen jurisprudentie ontwikkeld (dit argument leest echter als een cirkelredenering). Dit wordt geïnterpreteerd als een succesvolle preventieve werking van de bepaling.⁶⁸⁸ De AFM heeft in de eerste drie jaar na de invoering van de algemene zorgplicht tijdens normoverdragende gesprekken met enkele financiële instellingen verwezen naar art. 4:24a Wft, wat heeft geleid tot aanpassing van de bedrijfsvoering. Vanuit een terughoudende handhaving kan de normerende werking van het artikel effect hebben, zonder dat daadwerkelijk formeel gehandhaafd wordt. Het normerende karakter komt in deze toezichtspraktijk tot uiting, terwijl tevens recht wordt gedaan aan het karakter van een vangnetbepaling.⁶⁸⁹ In het kader van de evaluatie van art. 4:24a Wft is door marktpartijen aangegeven dat het toezicht van de AFM – ook in het kader van art. 4:24a Wft – steeds meer verschuift naar informeel toezicht. Deze ontwikkeling is niet voldoende transparant en werpt ook problemen op ten aanzien van rechtsbescherming en rechtszekerheid. Tegen informele beïnvloeding door de AFM, uit hoofde van art. 4:24a Wft, staat

685. Brief van de Minister van Financiën van 20 december 2016, Evaluatie algemene zorgplicht Wet op het financieel toezicht, 2016-0000231403, p. 2.

686. Bijlage bij *Kamerstukken II* 2011/12, 31 980, nr. 55.

687. *Kamerstukken II* 2013/14, 33 632, nr. 3; ook Brief van de minister van 30 december 2016, p. 3.

688. Brief van de minister van 30 december 2016, p. 10.

689. Idem, p. 10.

geen beroep en bezwaar open. Tijdens de evaluatie is gesignaleerd dat de AFM bij deze informele beïnvloeding verder ging dan het privaatrechtelijke karakter van de algemene zorgplicht.⁶⁹⁰ Tijdens de evaluatie werd ook de zorg uitgesproken over de wijze waarop de bestuursrechter invulling zal geven aan de algemene zorgplicht. De vraag rees of deze wel in lijn zal zijn met de invulling van de civiele rechter. Andere partijen geven aan dat de handhaving van misstanden beperkt is tot evidente misstanden die zowel voor de bestuursrechter en civiele rechter goed kenbaar zijn en dat er sprake zal zijn van een wisselwerking tussen de rechtspraak in beide rechtsgebieden en dat de rechters en geschillenbeslechtters de belangrijke jurisprudentie zullen afstemmen.⁶⁹¹ De praktijk zal deze wisselwerking en dynamiek moeten uitwijzen.

4.4 Risicomanagement en ethiek

Een breed gedragen conclusie na de financiële crisis is dat het falen van risicomanagement een belangrijke oorzaak is van de crisis en met name de impact en omvang. De oorspronkelijke functie van banken was het faciliteren van betalingen en het aanbieden van een veilige manier voor klanten om hun spaartegoeden onder te brengen. De moderne zakenbank vertoont op geen enkele wijze nog overeenkomsten met de oorspronkelijke banken. Moderne universele banken staan bloot aan een breed scala van risico's, met name systeemrisico's, operationele risico's, liquiditeitsrisico's, juridische en compliance risico's, marktrisico's, valutarisico's en kredietrisico's.⁶⁹² De complexiteit van het financiële stelsel en de financiële markten en de creatie van zeer ingewikkelde financiële producten hebben het risicoprofiel van moderne universele banken aanzienlijk vergroot. Collateralized Debt Obligations (CDO's), derivaten, interest rate swaps (IRS) en credit default swaps (CDS) hebben geleid tot een wezenlijk ander risicoprofiel in vergelijking met de oorspronkelijke effectenhandel en 'sparen en lenen'-bankvarianten. De introductie van 'high frequency trading' heeft geleid tot ingrijpende technologische en infrastructurele veranderingen, uitdagingen in het kader van toezicht en juridische risico's (handel met voorwetenschap en marktmisbruik).⁶⁹³ De flash crash in mei 2010 dient als voorbeeld van de onvoorziene risico's die gepaard gaan met high frequency trading. De schaalvergroting van banken sinds eind jaren negentig heeft het probleem omtrent systeemrisico's enorm vergroot. Deze toename in omvang (zowel qua balans als qua producten en sectoren waarop men actief is) heeft grote universele banken 'too big to fail' gemaakt. De verantwoordelijkheid van deze ondernemingen is groter in vergelijking met niet-systeemrelevante ondernemingen. Een effectief en passend risicobeleid is van onschatbare waarde.

690. Idem, p. 10 (door enkele brancheorganisaties werd deze invulling van de toezichthoudende rol van de AFM niet herkend).

691. Idem, p. 11.

692. Zie ook: W. Tian, 'Regulatory capital requirement in Basel III', in: W. Tian (ed.), *Commercial banking risk management – regulation in the wake of the financial crisis*, New York: Palgrave Macmillan 2017, p. 3 e.v.; Sum 2016, p. 1-40; D.J. Vogel, 'The ethics of risk management in the European Union and the United States – a comparative perspective', in: L. Svedin (ed.), *Ethics and risk management*, Charlotte: Information Age Publishing 2015, p. 31 e.v.

693. K. Alexander, 'Market structure and market abuse', in: G. Caprio (ed.), *Handbook of safeguarding global financial stability: political, social, cultural and economic theories and models*, London: Elsevier 2012, p. 381.

De belangrijkste aspecten van risicomanagement zijn kennis en controle.⁶⁹⁴ Als een bestuurder of leidinggevende zich niet bewust is van de interne en externe risico's van een onderneming, dan kunnen de noodzakelijke stappen niet gezet worden, gericht op voorkómen (of repareren). Er zijn verschillende wijzen om risicomanagement en interne controle in banken te benaderen.⁶⁹⁵

Het eerste — en meest bekende — is het 'three lines of defense model' van COSO's 'internal control — integrated framework'.⁶⁹⁶ In dit model wordt door het bestuur toezicht gehouden op het risicomanagement en de governance, maar het dagelijks beheer van het risicomanagementbeleid valt onder de verantwoordelijkheid van het management en de senior stafmedewerkers (de eerste verdedigingslinie), compliance officers en gespecialiseerde risicomanagers (de tweede verdedigingslinie) interne auditors (derde verdedigingslinie). Externe auditors, zoals accountants kunnen gezien worden als de vierde verdedigingslinie.⁶⁹⁷ In dit model dragen de CEO en de raad van bestuur de algehele verantwoordelijkheid.⁶⁹⁸

Een tweede benadering betreft het concept 'Governance, Risk and Compliance' (GRC). Een diepe en actuele kennis van de organisaties en hun operationele activiteiten is van cruciaal belang bij de implementatie van een GRC-programma. Het 'governance' aspect heeft betrekking op de wijze waarop de onderneming en haar directeuren verzekeren dat accountability, eerlijkheid en transparantie in relatie met haar stakeholders is gegarandeerd.⁶⁹⁹ Steinberg (2011) geeft aan dat bedrijfscultuur en 'tone at the top' typische elementen zijn van een GRC-programma. De mate waarin bedrijven en hun werknemers integriteit en ethische waarden omarmen en incorporeren is direct gerelateerd aan de bedrijfscultuur.⁷⁰⁰ Het seniormanagement en de directeuren dienen te kunnen beschikken over een adequate informatievoorziening, dit is een voorwaarde voor effectieve governance en interne controle. Binnen het concept GRC bestaat een bijzondere focus op het voorkómen van juridische regulering en compliance risico's. Kennis van alle toepasselijke wet- en regelgeving die voor de onderneming geldt is het derde element van een GRC-programma. Er zijn twee wijzen waarop wet- en regelgeving kunnen worden nageleefd: formele naleving en ethische naleving. Formele naleving kijkt naar de letter van de wet en ethische naleving naar de zogenoemde 'geest' van de wet.⁷⁰¹ De CEO en raad van bestuur dienen in contact te staan met de bedrijfscultuur en de corporate attitude ten opzichte van compliance als voorwaarde om een stabiel en integere onderneming te leiden. 'Tone at the top' en leiderschap door middel van een

694. A. Ghosh, *Managing risks in commercial and retail banking*, Singapore: John Wiley & Sons Ltd. 2012, p. 18.

695. Zie ook: I. H-Y Chiu, *Regulating (from) the inside: the legal framework for internal control in banks and financial institutions*, Oxford: Hart Publishing 2015, p. 77 e.v.

696. Committee of Sponsoring Organizations of the Treadway Commission, *Internal control — integrated framework*, New York: COSO 2012, p. 144.

697. P. Hopkin, *Risk Management*, London: Kogan Page Publishers 2013, p. 193.

698. COSO 2012, p. 46.

699. R.R. Moeller, *COSO enterprise risk management — establishing effective governance, risk and compliance processes*, New Jersey: John Wiley & Sons Ltd, 2011, p. 15, zie ook: Chiu 2015, p. 118-119.

700. R.M. Steinberg, *Governance, Risk Management and Compliance: it can't happen to us — avoiding corporate disaster while driving success*, New Jersey: John Wiley & Sons Inc. 2011, p. 3.

701. M. Pheiffer & B. Hoogenboom, 'Een ongemakkelijke waarheid over creative compliance', in: B. Hoogenboom & M. Pheiffer, *Financiële decadentie, toezicht en compliance*, Den Haag: Boom Juridische uitgevers 2009, p. 107; zie ook: Steinberg 2011, p. 290; J.N. Reynolds & E. Newell, *Ethics in investment banking*, Hampshire: Palgrave Macmillan 2011, p. 18.

voorbeeldfunctie zijn alleen mogelijk als de feitelijk leidinggevendenden van een onderneming kennis hebben van het handelen en de dynamiek van een onderneming, daaronder begrepen dagelijkse bedrijvigheden, risico-appetijt en financiële besluitvorming.⁷⁰² Een ethische benadering van bankieren is onvermijdelijk en noodzakelijk. Een eenzijdige nadruk op juridische verplichtingen leidt af van de morele en sociale verantwoordelijkheden van de onderneming.⁷⁰³ Ondanks dat een uitgebreid systeem bestaat van financiële regels en regulering dient een cultuur van 'box ticking' vermeden te worden.⁷⁰⁴

Er zijn risico's waaraan banken en andere financiële ondernemingen bloot staan die zich niet eenvoudig laten reguleren vanuit het bestaande juridische en toezichtkader. Deze risico's hebben betrekking op het fenomeen schaduwbankieren, de blootstelling aan staten met kwetsbare overheidsfinanciën en high-frequency handel op basis van complexe algoritmes. Ten aanzien van effecten en derivaten is de wet- en regelgeving na de crisis aanzienlijk aangescherpt. De crisis heeft blootgelegd wat de risico's zijn van gesecuritiseerde derivaten-portefeuilles waarvan de werkelijke financiële waarde en betrouwbaarheid niet meer kenbaar was.⁷⁰⁵ Een belangrijke ontwikkeling gericht op het tegengaan van het ontwikkelen van ongezonde securitisaties is de verplichting voor uitgevende instanties om 5% van de waarde op de eigen balans te houden. De Special Purpose Vehicles die opgericht worden om tranches aan te bieden in gesecuritiseerde effecten opereerden voor 2009 buiten de bevoegdheid en het bereik van de nationale en Europese toezichthouders. De juridische basis van SPV's is het contractenrecht, niet het financieel toezichtrecht. Vanuit een formele invalshoek is dit begrijpelijk, omdat SPV's geen producten aanbieden op financiële markten vergelijkbaar met financiële ondernemingen. Een SPV bestaat slechts als houder en doorgeefluik voor (delen) van opgeknipte vermogensbestanddelen. Met het uitbrengen van de Europese Centrale Bank Verordening 24/2009, ECB 2008/30 moeten SPV's uit Nederland zich bij DNB aanmelden.⁷⁰⁶

De ethische aspecten van het risicomanagement van banken zijn meer prominent in beeld gekomen nadat de gevolgen van de financiële crisis zichtbaar werden. Het meest uitgesproken en in de media breed uitgemeten voorbeeld zijn de Amerikaanse sub-prime hypotheek.⁷⁰⁷ Toen George W. Bush in 2002 in een speech opriep om het Amerikaanse huizenbezit te stimuleren en te vergroten kon dit als een soort

702. Steinberg 2011, p. 52.

703. Sison 2008, p. 31.

704. Sison 2008, p. 41; Reynolds en Newell 2010, p. 138-139 (p. 139-140 is een bewerking van: Nelemans 2014, p. 92-93).

705. Op 9 augustus 2007 gaf BNP Paribas aan dat zij de waarde van een fonds niet meer kon bepalen omdat de markt verdwenen was. Deze mededeling leidde tot een korte scherpe dip in de financiële markten en veroorzaakte een bevrozing op de kortetermijnkredietmarkt, zie: I. Pezzuto, *Predictable and avoidable – repairing economic dislocation and preventing the recurrence of crisis*, Oxon: Routledge 2016, p. 69-142, met verwijzing naar W.W. Lang & J. Jagtiani, *The mortgage financial crisis: the role of credit risk management and corporate governance*, Working Paper – University of Pennsylvania 2010, p. 131.

706. Zie: <https://www.dnb.nl/statistiek/eline-bb/aanmeldingsformulieren/spv/>.

707. Zie: Gerding 2013, p. 296; M.C.I. Nwogugu, *Risk in the global real estate market: international risk regulation, mechanism design, foreclosures, title systems and REIT's*, Hoboken: John Wiley & Sons 2011; R. Engle, E. Jondeau & M. Rockinger, 'Systemic risk in Europe', te raadplegen via: <http://ssrn.com/abstract=2192536>.

startschot gezien worden van een bubbel in de huizenprijzen.⁷⁰⁸ De combinatie van het indringend stimuleren van huiseigenaarschap gecombineerd met de deregulering in de financiële sector heeft in de Verenigde Staten de basis gelegd voor de ernstigste financiële crisis sinds de jaren dertig van de vorige eeuw.⁷⁰⁹ Banken en hypotheekverstrekkers kregen de ruimte (of werden ronduit gestimuleerd) om hoge hypotheeklasten te verkopen aan personen die niet in staat waren om de financiële lasten van de hypotheek op de lange termijn te betalen. Met name de zeer lage eisen die gesteld werden aan de inkomens- en vermogenspositie van aspirant-hypotheeknemers waren ondeugdelijk vanuit de positie en verantwoordelijkheid van de financiële dienstverleners. In de Verenigde Staten speelde de bijzondere positie van de door de overheid gesponsorde hypotheekreuzen Fannie Mae en Freddy Mac een grote rol.⁷¹⁰ Omdat zij de steun en garantie van de overheid genoten – maar private ondernemingen waren – was er sprake van een groot ‘moral hazard’.⁷¹¹ Er bestond geen prikkel om verantwoorde risico’s te nemen en een behoudende strategie te voeren. Immers, er was sprake van een vangnetfunctie door de overheid. De grote financiële ondernemingen hadden niet genoeg ‘skin in the game’, ze hadden ongelimiteerd voordeel van hun risico’s met minimale gevaren.⁷¹² Het bestuur van een financiële onderneming die handelt in de wetenschap dat men niet failliet kan gaan heeft geen externe reden om een verantwoord risicobeleid te betrachten. Fannie Mae en Freddy Mac hebben in de jaren voorafgaand aan de crisis een portefeuille met hypotheeklasten (met grote kwaliteitsverschillen) en hypotheek gerelateerde producten opgebouwd. Tussen 2000 en 2007 vond een enorme uitbreiding plaats van de mortgage backed securities en sub-prime hypotheeklasten. Het proces van securitisatie is misbruikt om onverantwoorde risico’s te nemen en om het werkelijke risicoprofiel van de onderliggende leningen te verhullen. De rol van de ratingbureaus moet hierin niet worden onderschat. Veel institutionele beleggers, zoals pensioenfondsen, kunnen alleen in effecten investeren als deze een AAA-rating hebben. Ten onrechte hebben veel gebundelde en opgeknippte hypotheeklasten een dergelijke rating gekregen, waardoor deze giftige activa konden verspreiden in beschermde delen van de financiële sector, zoals pensioenfondsen, overheden en verzekeringsmaatschappijen. In de periode 2002-2007 zijn in de Verenigde Staten 3,2 triljoen aan leningen verstrekt aan huiseigenaren met een slechte kredietscore of niet-gedocumenteerde inkomensgegevens (de zogeheten sub-prime hypotheeklasten). Deze slechte leningen zijn gebundeld in mortgage backed securities en collateralized debt obligations met een hogere rating dan zij verdienen.⁷¹³ De rechtvaardiging

708. R.M. Hardaway, *The great American Housing Bubble: the road to collapse*, Oxford: Praeger 2011, p. 135.

709. Gerding 2013, p. 293.

710. D.J. Reiss, ‘Fannie Mae and Freddie Mac: creatures of regulatory privilege’, in: G. Kaufman & R. Bliss (eds.), *Financial institutions and markets: the financial crisis: an introspective perspective*, New York: Palgrave Macmillan 2010, p. 157 e.v.; D.J. Reiss, ‘Fannie Mae and Freddie Mac: privatizing profit and socializing loss’, in: R.W. Kolb (ed.), *Lessons from the financial crisis: causes, consequences and our economic future*, Hoboken: John Wiley & Sons 2010, p. 437 e.v.

711. V.V. Acharya, M. Richardson, S. Van Nieuwerburgh & L.J. White, *Guaranteed to fail: Fannie Mae, Freddie Mac and the debacle of mortgage finance*, Princeton: Princeton University Press 2011, p. 112.

712. Zie ook: A. Elsen, *The global financial crisis in retrospect: evolution, resolution & lessons for prevention*, New York: Palgrave Macmillan 2017, p. 177; B.J. Keys et al., ‘Mortgage financing in the housing boom and bust’, in: E.L. Glaeser et al. (eds.), *Housing and the financial crisis*, Chicago: University of Chicago Press 2013, p. 194.

713. In 2010 moest geconstateerd worden dat 70% van de MBS’s die als AAA beoordeeld waren gedowngrade moesten worden naar ‘junk’ status, zie: A.S. Carron, A. Gron & T. Schopfloch, ‘Impact of

voor deze hogere rating werd gevonden in het gebruik van ‘credit-enhancing’ door middel van verzekeringen (tegen wanbetaling) en het bieden van extra onderpand, of de verklaarde bereidheid van investeerders om mogelijke verliezen te nemen.⁷¹⁴

De risicomodellen die gehanteerd werden om de kans te voorspellen dat een hypotheeknemer zijn financiële verplichtingen niet zou nakomen hebben op grote schaal gefaald. Deze modellen bevatten een fundamentele fout, daar ze uitgingen van een immer stijgende markt.⁷¹⁵ Toen de huizenprijzen daalden en eigenaren op grote schaal hun financiële verplichtingen niet meer konden nakomen bleken de modellen op verkeerde premissen gebaseerd. De rating van de financiële producten die uit delen van leningen bestonden was echter gebaseerd op deze positieve risicomodellen. De duurste tranches van gesecuritiseerde leningen bleken geen AAA, maar een B-rating te verdienen. Het uitgeven van complexe derivaten was te aantrekkelijk vanuit financieel oogpunt. Er bestond geen wettelijke belemmering om bundels door te verkopen en om een verzekering af te sluiten tegen de mogelijkheid dat de onderliggende activa hun waarde zouden verliezen (omdat de leners hun lening niet terugbetaalden). Een van de meest moreel corrupte constructies die in aanloop naar de crisis op grote schaal werd toegepast was het gebruik van ‘credit default swaps’ als verzekering op gebundelde sub-prime hypotheeken. Een scenario dat in de praktijk voorkwam was dat een uitgevende instantie gebundelde sub-prime hypotheeken op de markt bracht – wist dat de rating niet het werkelijke risicoprofiel weerspiegelde – en vervolgens een verzekering afsloot voor het geval het geleende bedrag niet terugbetaald werd.⁷¹⁶ De uitgevende instantie was zelf de begunstigde van de verzekering, men had dus een belang bij het falen van de gesecuritiseerde bundel leningen. In 2007 behaalde de omvang van alle uitstaande credit default swaps een hoogtepunt met 62 triljoen dollar.⁷¹⁷

Enkele van de grootste problemen in de financiële sector in aanloop naar de crisis waren de omvang van de uitstaande leningen en effecten, het gebrek aan transparantie van deze producten en de gevaarlijke prikkel die grote financiële ondernemingen hadden om afgeleide financiële producten te ontwikkelen en deze op de markt te brengen, zodat deze doorverkocht konden worden.⁷¹⁸ Met name het feit dat een uitgevende instantie geen schade opliep als het product of de portefeuille

the credit crisis on mortgage backed securities’, in: F.J. Fabozzi (ed.), *The handbook of mortgage-backed securities*, Oxford: Oxford University Press 2016, p. 467.

714. D. Chorafas, *Financial boom and gloom: the credit and banking crisis of 2007-2009 and beyond*, New York: Palgrave Macmillan 2009, p. 143.

715. M. Charpe, C. Chiarella, P. Flaschel & W. Semmler, *Financial assets, debt and liquidity crisis: a Keynesian approach*, Cambridge: Cambridge University Press 2011, p. 1 e.v.; C.L. Foote, K.S. Gerardi & P.S. Willen, ‘Why did so many people make so many ex post bad decisions? The causes of the foreclosure crisis’, in: A. Binder et al. (eds.), *Rethinking the financial crisis*, New York: Russell Sage Foundation 2012, p. 139.

716. Zie ook: M. Singh & C. Spackman, *The use (and abuse) of CDS spreads during distress*, IMF Working paper 2009; R.A. Jarrow, *The role of ABS, CDS and CDOs in the credit crisis and economy*, Working paper 2012, te raadplegen via: <https://www.russellsage.org/sites/all/files/Rethinking-Finance/Jarrow%20ABS-%20CDS%20CDO%202.pdf>.

717. M. Schmidt, *Pricing and liquidity of complex structured derivatives – deviation of a risk benchmark based on credit and option market data*, Cahm: Springer 2016, p. 9.

718. Zie ook: A. Argandona, ‘Three ethical dimensions of the financial crisis’, in: A.G. Malliaris, L. Shaw & H. Shefrin, *The global financial crisis and its aftermath: hidden factors in the meltdown*, Oxford: Oxford University Press 2016.

ondeugdelijk bleek te zijn is een schrijnend gebrek aan 'skin in the game'. Het feit dat overheden en nationale en internationale toezichthouders deze praktijken toestonden moet, terugkijkend, scherp bekritiseerd worden. In de Verenigde Staten heeft het afschaffen van de Glass-Steagall Act (waardoor grote financiële conglomeraten konden ontstaan met enorme balansen) en het invoeren van de Commodity Futures Modernization Act van 2000 de opmaat gegeven voor de financiële crisis.⁷¹⁹ Deze wet dereguleerde belangrijke aspecten van de derivatenhandel, met name ten aanzien van de risico inschatting en de kapitaaleisen die golden voor banken die handelden in 'over the counter' derivaten. In de daaropvolgende jaren zou een groot deel van de handel in derivaten (waaronder MBS, CDO's en credit-default swaps) geschieden door financiële ondernemingen die buiten het toezicht en bereik van de toezichthouders opereerden: het schaduwbankwezen. Financiële instellingen richtten 'Special Purpose Vehicles' op om vervolgens via deze vennootschappen transacties te verrichten die niet op de balans van de oprichtende onderneming stonden.⁷²⁰ Complexe gestructureerde financiële producten werden van de balans van de bank of investeringsmaatschappij gehaald en ondergebracht bij de SPV. Deze gaf vervolgens tranches uit, die gekocht konden worden door investeerders. Deze tranches varieerden in risicoprofiel en rendement (triple A tot B-). De oprichtende onderneming kon zelf de SPV besturen, maar kon deze taak ook overlaten aan een trustkantoor. Het belangrijkste voordeel van SPV's in aanloop naar de crisis was het verplaatsen van risicovolle gesecuritiseerde activa van de balansen van financiële ondernemingen. Dit inzicht heeft na crisis geleid tot de invoering van de regel dat een uitgevende instantie minstens 5% van de gesecuritiseerde portefeuille op de balans moet houden: een geïnstitutionaliseerde vorm van 'skin in the game'.⁷²¹

Als een financiële crisis de omvang heeft zoals na de beurskrach van 1929, of het faillissement van Lehman Brothers in 2008 dan is het niet ingewikkeld om de ethische dimensie te duiden, immers de maatschappelijke en economische schade is enorm.⁷²² De onverantwoorde risico's, schaalvergroting en exorbitante winsten die gegenereerd zijn, hebben geleid tot schade die ver buiten de financiële sector reikt. De belangrijkste directe manifestatie hiervan zijn reddingsoperaties van overheden, in de vorm van kapitaalinjecties en nationalisaties. Een bank of beleggingsinstelling die failliet gaat en niet gereed hoeft te worden zal schade berokkenen aan aandeelhouders/eigenaren, crediteuren en werknemers. Mogelijk zal de beurs een negatieve reactie vertonen of wordt het vertrouwen van beleggers (tijdelijk) aangetast. De realiteit is werkelijk anders wanneer een financiële onderneming die als onmisbaar voor het systeem gezien wordt met de ondergang wordt bedreigd. Dit fenomeen staat bekend als 'too big to fail', de verwevenheid en onderlinge afhankelijkheid van financiële ondernemingen tot het punt dat het falen van een

719. T.I. Palley, *From financial crisis to stagnation*, Cambridge: Cambridge University Press 2012, p. 87.

720. S.L. Schwarcz, 'Information asymmetry and information failure: disclosure problems in complex financial markets', in: W. Sun et al. (eds.), *Corporate Governance in the financial crisis: international perspectives*, Cambridge: Cambridge University Press 2011, p. 96.

721. Oftewel een afschrikmiddel om geen financiële 'rommel' te verkopen.

722. W. Ver Eecke, *Ethical reflections on the financial crisis 2007/2008 – making use of Smith, Musgrave and Rajan*, London: Springer 2013; E.P. Flynn, *Ethical lessons of the financial crisis*, Oxon: Routledge 2012; N. Dobos, C. Barry & T. Pogge, *Global financial crisis: the ethical issues*, New York: Palgrave Macmillan 2011.

van deze ondernemingen het hele systeem in gevaar kan brengen.⁷²³ Het probleem van ‘too big to fail’ hangt nauw samen met het concept ‘moral hazard’. Broekhuizen (2016) stelt hierover:

‘Moral hazard houdt in dat economische actoren risicovoller gedrag zullen vertonen als zij niet zelf hoeven op te draaien voor de nadelige gevolgen hiervan. Dit gedragseffect vloeit in de bancaire sector (...) in belangrijke mate voort uit de van overheidswege speciaal georganiseerde (financiële) “vangnetten” (safety nets), te weten stelsels van depositogarantie en lender of last resort-functies.’⁷²⁴

De dereguleringen van de jaren negentig en rond de eeuwwisseling hebben omstandigheden geboden waarin grote multinationale financiële conglomeraten konden ontstaan die niet failliet konden gaan.⁷²⁵ Toen in september 2008 op het hoofdkantoor van de Federal Reserve in Washington besloten werd dat Lehman Brothers geen bail-out van de Amerikaanse overheid zou ontvangen lag hieraan de veronderstelling ten grondslag dat de financiële markten de schok van een faillissement konden opvangen. De omvang en ernst van het faillissement van Lehman Brothers bleek echter niet goed in te schatten, er ontstond een domino-effect in de financiële markten en de effecten spreidden zich uit tot een mondiaal niveau. Dit kwam deels door de complexe niet-transparante structuur van de mondiale financiële sector en de exposures die andere marktpartijen en staten hadden door dit faillissement. De vraag of Lehman Brothers tegen iedere prijs gered had moeten worden is niet eenduidig beantwoord. Immers, een groot deel van de activa van Lehman bestond in september 2008 uit toxische derivaten en de waardering die activa hadden gekregen bleken niet te corresponderen met de werkelijke economische waarde. Dit levert een morele uitdaging op, namelijk: zou een ongezonde systeemrelevante onderneming gered moeten worden, met als oogmerk de bescherming van de stabiliteit van het financiële stelsel als geheel? Deze vraag is niet eenvoudig te beantwoorden, men kan immers niet om het gegeven heen dat een bank als Lehman niet zelfstandig levensvatbaar meer was. Met de kennis van achteraf valt te verdedigen dat men Lehman beter niet had kunnen laten klappen, omdat dit effect een ‘black swan’ bleek te zijn.⁷²⁶ Een ordelijke gestructureerde afwikkeling had de schade op de financiële markten wereldwijd minder groot gemaakt. Een ander fenomeen dat na het faillissement van Lehman nadrukkelijk zichtbaar is geworden is ‘behavioural finance’, de niet-rationele gedragsgerelateerde aspecten van finance.⁷²⁷ Dit onderzoeksgebied is verwant aan gedragseconomie, maar heeft eigen – aan de financiële wereld gerelateerde – kenmerken. Toen de crisis losbarstte

723. D. Duffie, *How big banks fail and what to do about it*, Princeton: Princeton University Press 2011, p. 5; J. Friedman & W. Kraus, *Engineering the financial crisis – systemic risk and the failure of regulation*, Philadelphia: University of Pennsylvania Press 2011, p. 43.

724. Broekhuizen 2016, p. 36.

725. Idem, p. 5; D.L. Weimer & A.R. Vining, *Policy analysis: concepts and practice*, Oxon: Routledge 2017, p. 209.

726. Over de black swan-theorie, zie: N.N. Taleb, *The Black Swan: Impact of the highly improbable*, New York: Random House 2007; zie ook Kastelein 2014, p. 26.

727. H. Shefrin & M. Statman, ‘Behavioral finance in the financial crisis: market efficiency, Minsky, and Keynes’, 2011, te raadplegen via: <https://www.russellsage.org/sites/all/files/Rethinking-Finance/Shefrin%20Statman%2001272012.pdf>.

kwamen de financiële markten nagenoeg tot stilstand en banken leenden elkaar geen geld meer uit. Interbank lending is een basisvoorwaarde voor het mondiale financiële stelsel, als dat proces stopt dan kunnen banken niet meer aan hun financiële verplichtingen op korte termijn voldoen.⁷²⁸ Onder beleggers, investeerders en banken was sprake van een groot gebrek aan vertrouwen en tevens van paniek.⁷²⁹ De financiële wereld had in aanloop naar de crisis voornamelijk gefunctioneerd op basis van het paradigma van rationele modellen en een onwrikbaar geloof in de corrigerende en perfecte werking van markten.⁷³⁰ Dit is een van de redenen waarom economen de crisis niet voorspeld hebben en in eerste instantie de omvang en ernst niet konden inschatten. Vanuit ethisch oogpunt valt te verdedigen dat een failliete bank niet tegen elke prijs gered moet worden, maar dat de afwikkeling zo min mogelijk schade mag veroorzaken. Het fenomeen 'too big to fail' brengt een veelvoud aan ethische knelpunten met zich mee (en juridische en reguleringsvraagstukken). Zouden banken de mogelijkheid moeten krijgen om een omvang te bereiken dat een faillissement zo schadelijk en ontwrichtend is voor het financiële stelsel, dat dit voorkomen moet worden met een bail-out of bail-in, of anderszins een kapitaalinjectie? De morele dimensie van 'too big to fail' is direct gerelateerd aan het concept moral hazard.⁷³¹ Een financiële onderneming die aangemerkt is als systeemrelevant kan zich, in theorie, een risicobeleid en appetijt permitteren die gevaarlijk zijn, vanuit de veronderstelling dat wanneer het mis gaat redding geboden zal worden. Deze impliciete garantie is funest voor het stimuleren van een risicobeleid dat prudent en verantwoord is, immers hoe groter de risico's hoe groter de potentiële winsten. Een ander moreel knelpunt betreft de doorkruising van het gelijke speelveld op de financiële markten. Een financiële onderneming die aangemerkt is als systeemrelevant kan posities innemen en een portefeuille opbouwen met een risicoprofiel waarin niet systeemrelevante (faillissement-vrezen-de) ondernemingen niet kunnen meegaan. Er kan op die wijze een concurrentievervalschil optreden. Ten aanzien van de aandeelhouders, crediteuren en deposito-houders is het fenomeen 'too big to fail' ook problematisch vanuit ethisch oogpunt, omdat zij onder het nieuwe Europese bail-in systeem moeten opdraaien voor de verliezen en de kosten die gemaakt moeten worden voor een redding of een afwikkeling.⁷³²

728. D. Aranoff, *The financial crisis reconsiderd: the mercantilist origin of secular stagnation and boom-bust cycles*, New York: Palgrave Macmillan 2016, p. 194.

729. F. Allen, E. Carletti & X. Gu, 'The roles of banks in financial systems', in: A.N. Berger et al. (eds.), *The Oxford Handbook of Banking*, Oxford: Oxford University Press 2015, p. 32.

730. C. Hommes, *Behavioral rationality and heterogeneous expectations in complex economic systems*, Cambridge: Cambridge University Press 2013, p. 6.

731. Zie ook: Kastelein 2014, p. 38 en 43.

732. E. Avgouleas & C. Goodhart, 'Critical reflections on Bank Bail-ins', *Journal of Financial Regulation* 2015-1, 3-29.

Hoofdstuk 5

Een versnelde transformatie van soft law naar hard law in het financieel recht

5.1 Het begrip soft law

De interne en externe governance van banken wordt vormgegeven door een combinatie van regels die is neergelegd in 'hard law'- en 'soft law'-reglementen. 'Hard law' zijn wetten en regels die zijn neergelegd in nationale, Europese en internationale wet- en regelgeving.⁷³³ 'Soft law' is door Senden (2004) beschreven als:

'rules of conduct that are laid down in instruments which have not been attributed legally binding force as such, but nevertheless may have certain (indirect) legal effects, and that are aimed at and may produce practical effects.'⁷³⁴

Terpan (2014) heeft een typologie van hard law en soft law ontwikkeld door de toepassing van twee criteria: verplichting en handhaving. Een wet kan als 'hard law' betiteld worden wanneer strikte naleving gekoppeld is aan strikte handhaving. Een norm wordt als niet-wettig gezien wanneer er geen juridische verplichting tot naleving bestaat en er geen handhavingssysteem aanwezig is. Terpan plaatst soft law tussen deze uitersten: bijvoorbeeld een combinatie van soepele handhaving en strikte naleving, of strikte naleving en geen handhaving, of soepele naleving en soepele handhaving, alsook soepele naleving en geen handhaving.⁷³⁵ Soft law als begrip wordt traditioneel gezien in verband gebracht met het internationaal recht. De vraag of – in het internationaal recht – sprake is van een normatief instrument of arrangement dat ergens valt onder wat als recht gezien wordt, maar boven wat geen recht is, of ruimer gesteld, of er sprake is van verschillende normatieve gradaties speelt al geruime tijd in academische kringen. Alexander (2000) beschrijft soft law als de juridische normen, principes, gedragscodes en transnationale regels op het gebied van 'state practice' die geregeld zijn in formele of informele multilaterale overeenkomsten.⁷³⁶ De veronderstelling bij het gebruik van soft

733. U. Mörtz, 'Conclusions', in: U. Mörtz (ed.), *Soft law in governance and regulation – an interdisciplinary analysis*, Cheltenham: Edward Elgar 2004, p. 191-192; M. Hirsch, 'Sources of international investment law', in: A.K. Bjorklund & A. Reinisch (eds.), *International investment law and soft law*, Cheltenham: Edward Elgar 2012, p. 9.

734. L. Senden, *Soft Law in European Community Law*, Oxford: Hart Publishing 2004, p. 3.

735. F. Terpan, 'Soft Law in the European Union – The changing nature of EU law', *European Law Journal*, Vol. 21, 2015-1, p. 76 (zie ook: M.D.H. Nelemans, 'Governing Banks in Europe', in: A.H. Lamers & C.M. Zoethout (red.), *De netwerksamenleving vanuit juridisch perspectief*, Zutphen: Uitgeverij Paris 2017 en M.D.H. Nelemans, 'Governing banks in Europe', Parijs, 22nd International Conference of Europeanists, organized by the Council for European Studies, 10 juli 2015, samenvatting online gepubliceerd: <https://ces.confex.com/ces/2015/webprogram/Paper9182.html>).

736. K. Alexander, *The role of soft law in the legalization of international banking supervision: a conceptual approach*, Working paper no. 168, 2000, p. 3, te raadplegen via: https://www.cbr.cam.ac.uk/fileadmin/user_upload/centre-for-business-research/downloads/working-papers/wp168.pdf.

law is instemming met basis standaarden en normen van state practice, maar zonder de opinio juris die vereist is om te kunnen spreken van bindende verplichtingen onder internationaal gewoonterecht. Een voordeel van soft law is dat het de interpretatie en toepassing van de regels overlaat aan de betrokken partijen in een context van politieke onderhandelingen.⁷³⁷

De afgelopen dertig jaar is een besef gegroeid dat bepaalde normen bestaan die wel of geen rechtsnormen zijn. Dit besef heeft geleid tot een groeiende acceptatie van het fenomeen soft law als een middenweg.⁷³⁸ Soft law wordt door verscheidene auteurs op een verschillende wijze gedefinieerd. Een overlappende betekenis van deze definities is dat soft law refereert aan normen die geen recht zijn, ook niet slechts politieke, of morele uitspraken, maar ergens hier tussenin.⁷³⁹ In het internationaal recht kan verwezen worden naar de beschrijving van Reisman (2011) als ‘internationale niet-bindende arrangementen’.⁷⁴⁰ Echter, niet alle internationale niet-bindende arrangementen kunnen als soft law betiteld worden, dit zou immers een te brede conceptuele benadering opleveren. Om geduid te kunnen worden als soft law moet een norm een zekere juridische relevantie hebben.⁷⁴¹

Traditioneel gezien wordt in het internationaal recht naar staten gekeken als de opstellers en normadressanten van regels.⁷⁴² Soft law wordt niet door staten gemaakt en ook zijn zij niet per definitie de normadressant. Soft law is een verzamelbegrip voor sociale normen die niet per se juridisch bindend zijn, maar wel een juridische relevantie hebben ten aanzien van de beïnvloeding van het gedrag en de beslissingen van actoren binnen de overheid en het private domein. De ontwikkelingen in global governance hebben als gevolg dat soft law arrangementen vaker door nationale overheden worden ingezet om beleidsdoelen te realiseren. Er bestaat een grote diversiteit aan regelingen die door staten als soft law uitgevaardigd worden. Guzman en Meyer (2010) stellen dat soft law vaak gestalte krijgt in de vorm van een internationaal instrument dat trekken vertoont van een formeel verdrag, maar tekortkomingen vertoont en derhalve niet als verdrag aangemerkt kan worden.⁷⁴³ Veelal betekent dit dat staten die soft law instrumenten gebruiken niet gebonden willen zijn aan de eisen van het internationale recht. Er bestaan veel soorten soft law, zoals de Universele Verklaring voor de Rechten van de Mens, waarin verplichtingen op het gebied van mensenrechten zijn neergelegd, gericht aan staten. Deze staten zijn echter niet expliciet aan deze normen verbonden, omdat de verklaring geen verdragsrechtelijke status heeft. De Bazel-akkoorden gericht op de regulering van de bankensector zijn ook soft law instrumenten.⁷⁴⁴ Het zijn algemeen geaccepteerde

737. Idem, p. 3.

738. M. Geboye Desta, ‘Soft law in international law: an overview’, in: Bjorklund et al. (eds.), *International investment law and soft law*, Cheltenham: Edward Elgar Publishing 2012, p. 39-40.

739. Zie ook: D. Thurer, ‘Soft law’, in: R. Bernhardt (ed.), *Encyclopaedia of public international law*, Vol. 4, Amsterdam: Elsevier Science 2000, p. 452 e.v.

740. W.M. Reisman, ‘Soft law and law jobs’, *Journal of international dispute settlement* 2011, p. 25.

741. Geboye Desta 2012, p. 41; Senden 2004, p. 111.

742. H. Keller, ‘Codes of conduct and their implementation: the question of legitimacy’, in: R. Wolfrum et al. (eds.), *Legitimacy in international law*, Berlin: Springer 2017, p. 248.

743. A.T. Guzman & T.L. Meyer, ‘International Soft Law’, 2J, *Legal Analysis* 171, 2010, p. 187 (in de navolgende paragrafen volg ik de structuur en inhoudelijke benadering van Guzman & Meyer 2010).

744. C. Brummer, *Soft law and the global financial system – rule making in the 21st century*, Cambridge: Cambridge University Press 2015, p. 87.

standaarden die autoriteit hebben, maar niet het resultaat zijn van een wetgevend of verdragsrechtelijke procedure. Een derde voorbeeld is de 'Nuclear Suppliers Group Guidelines', een set van regels gericht op het transport van nucleaire materialen tussen 45 staten die onderdeel uitmaken van de Nuclear Suppliers Group.⁷⁴⁵ Een ander zeer invloedrijk voorbeeld zijn de standaarden die uitgevaardigd worden door de International Federation of Accountants. De IFAC is een mondiale organisatie gericht op het algemeen belang en het versterken van het accountantsberoep en het versterken van economieën.⁷⁴⁶ Een standard setting board van de IFAC is de International Auditing and Assurance Standards Board (IAASB). De IAASB is een onafhankelijk orgaan dat internationale standaarden uitvaardigt op het terrein van auditing, kwaliteitscontrole, reviews en gerelateerde zaken. De IAASB is tevens betrokken bij de convergentie van internationale en nationale standaarden op deze terreinen.⁷⁴⁷

Guzman en Meyer (2010) beschrijven vier redenen waarom staten het instrument van soft law gebruiken om doelen te bereiken:⁷⁴⁸ i) staten kunnen soft law gebruiken om op internationaal vlak zaken en gedrag te coördineren. Soft law is een geschikt middel in gevallen waarin betrokken staten geen belang hebben bij het afwijken van de afspraak. Naleving is geen discussiepunt en derhalve kan worden volstaan met een zachtere afspraak in vergelijking met een hard law arrangement. Als voorbeeld kan dienen de 'Paris Memorandum of Understanding on Port Control' een afspraak tussen 27 staten die gericht is op het harmoniseren van de inspecties die de naleving van de grote maritieme verdragen die milieuvervuiling en veiligheid regelen.⁷⁴⁹ Een ander voorbeeld van deze verschijningsvorm van soft law is het bepalen in welk land Olympische spelen plaatsvinden. De regeling waarop dit beslist wordt is geen juridisch document, maar het wordt besloten door het Internationaal Olympisch Comité (IOC). Dit is een non-gouvernementele organisatie waarover staten geen directe controle hebben. De beslissing van het IOC wordt echter wel gerespecteerd en men handelt in overeenstemming met deze beslissing. Vanuit een instrumentele benadering bekeken behoeft een dergelijke coördinatie geen formeel verdragsrechtelijk instrument, naleving is geen discussiepunt; ii) de tweede benadering van soft law betreft de verlies vermijdende theorie. Internationaal recht beoogt statelijk handelen te begrenzen en slaagt hierin niet volledig. Als staten overeenstemming bereiken over een bepaald topic dan dient men rekening ermee te houden dat de andere staat wellicht de afspraak niet zal nakomen. Staten kijken daarom naar de voordelen die een afspraak met een andere staat oplevert, maar ook naar de potentiële schade wanneer de afspraak geschonden wordt. De schending van een overeenkomst op het terrein van het internationale recht verschilt wezenlijk van schending van contracten in een nationale context. Als een contractspartij de

745. Nuclear Supplier Group, *Nuclear supplier group guidelines – INFCIRC/254*, 2016, te raadplegen via: <http://www.nuclearsuppliersgroup.org/en/guidelines>.

746. De IFAC telt 175 leden in meer dan 130 staten en jurisdicties en vertegenwoordigt bijna 3 miljoen accountants.

747. De doelstellingen van de IAASB zijn: i) het ondersteunen van mondiale financiële stabiliteit, ii) het bevorderen van de rol, de relevantie en kwaliteit van assurance en gerelateerde diensten in een evoluerende wereld, iii) het faciliteren van het aannemen en implementeren van de standaarden, zie: <https://www.iaasb.org/about-iaasb>.

748. Guzman & Meyer 2010, p. 187.

749. Paris Memorandum of Understanding on Port State Control, zie ook Guzman & Meyer 2010, p. 189.

overeenkomst schendt dan kan een rechter een eis tot nakoming toewijzen en een monetaire vergoeding opleggen. De sanctie van contractbreuk heeft invloed op het gedrag van contractspartijen. Als de sancties te laag zijn dan is er vaker sprake van gebreken in de naleving. Bij inbreuken van internationaal recht zijn de gevolgen van een andere aard. Er wordt zelden een geldbedrag betaald aan een gedupeerde staat, compensatie vindt plaats via indirecte mechanismen. De geschillenoplossings-procedure van de World Trade Organization biedt onder bepaalde omstandigheden de mogelijkheid om eerder toegekende faciliteiten op te schorten (zoals het verhogen van tariffs op geïmporteerde producten). Dit is echter voor beide staten een kostbare kwestie. Deze sancties zijn bovendien toekomstgericht en willen bereiken dat de staat die de afspraken schendt deze in de toekomst wel zal naleven. De sancties zijn niet punitief en beogen geen straf te geven voor de schending in het verleden.⁷⁵⁰

De afspraken tussen staten berusten vaak op een wederzijds belang, een reciprociteit. Deze wederzijdse gelijkwaardige uitwisseling heeft als gevolg dat beide staten evenredig gebaat zijn bij naleving. Dit kan een motief voor staten zijn om te kiezen voor een soft law regeling in plaats van een verdragsrechtelijke basis van een overeenkomst. De nadelen van de keuze voor soft law op basis van reciprociteit is dat partijen geen bescherming genieten wanneer de andere partij veranderende belangen heeft. Het kan voor een staat aantrekkelijker zijn om de afspraken te schenden dan na te komen. Reciprociteit is ook ontoereikend wanneer de dreiging van niet nakoming door een partij niet voldoende indruk maakt op de andere partij, vanwege een gebrek aan geloofwaardigheid, of de afwezigheid van een effect van terugtrekking. Guzman en Meyer (2010) geven als voorbeeld gebreken in de naleving van een multilaterale overeenkomst op het gebied van mensenrechten, zoals the International Covenant on Civil and Political Rights.⁷⁵¹ Als een staat zijn verplichtingen die voortvloeien uit deze convenant schendt, (bijvoorbeeld door het verbod om strafrechtelijke bepalingen met terugwerkende kracht toe te passen) dan leidt dit niet tot niet-nakoming van andere staten. De redenen dat staten de bepalingen uit dit convenant nakomen vloeien niet alleen voort uit de overeenkomst. Daarnaast zou een dreigement om naleving te staken waarschijnlijk weinig indruk maken op de staat die handelt in strijd met de afspraak; iii) De derde benadering van soft law wordt door Guzman en Meyer de delegatietheorie genoemd.⁷⁵²

De basis van deze theorie wordt gevormd door de veronderstelling dat soft law, onder bepaalde omstandigheden, een effectieve manier is voor staten om controle te hebben over onzekerheden over de wenselijkheid van juridische regels die nu aangenomen worden. Wanneer staten internationale regelingen maken dan anticiperen ze op de noodzaak voor regels om te evolueren als reactie op toekomstige (nog onbekende) omstandigheden. Het heronderhandelen van afspraken op basis van soft law arrangementen is eenvoudiger in vergelijking met het heronderhandelen van internationale regelingen. Als de afspraak niet direct juridisch bindend is dan zijn de gevolgen van afwijking kleiner. Vanuit een economisch perspectief kan beargumenteerd worden dat het gebruik van soft law welvaartverhogend werkt, omdat er geen sprake hoeft te zijn van een impasse, zoals bij de heronderhandeling

750. Guzman & Meyer 2010, p. 193.

751. Idem, p. 194.

752. Guzman & Meyer 2010, p. 197; zie ook: T. Meyer, 'Soft law as delegation', *Fordham international law journal* 2008-32, p. 888 e.v.; M. Hemraj, *Credit rating agencies: Selfregulation, statutory regulation and case law regulation in the United States and European Union*, London: Springer 2015, p. 72.

van hard law arrangementen. De keuze tussen hard law en soft law kan vanuit deze theorie gezien worden als een afweging tussen procedurele waarden die gepaard gaat met de doctrine van de gelijkwaardigheid tussen staten enerzijds en de efficiency van juridische regels anderzijds.

Soft law arrangementen zijn niet per se eenvoudiger te heronderhandelen in de praktijk, maar formeel gezien wel. Het meenemen van politieke, economische factoren en het toevoegen van (unilaterale) amendementen kan eenvoudiger zijn bij soft law afspraken, in vergelijking tot bilaterale verdragsrechtelijke afspraken. Het aanpassen van soft law regelingen als gevolg van schending kan ook eenvoudiger plaatsvinden, de aanpassingen zijn dan het gevolg van de schending. De delegatietheorie van soft law stelt dat staten soft law zullen gebruiken als unilaterale aanpassingen van soft law afspraken meer opleveren dan de kosten die hiermee gepaard gaan. Guzman en Meyer benoemen voorwaarden voor deze afweging: a) als staten onzeker zijn over de vraag of de regels die zij vandaag afspreken nog optimaal zullen zijn in de toekomst; b) als staten onzeker zijn over de mogelijkheid om de regels te heronderhandelen als sprake mocht zijn van veranderde omstandigheden en c) als een kleine staat of een paar staten in een sleutelpositie kunnen komen ten aanzien van het hercoördineren van de verwachtingen over, wat onder de soft law afspraak als goede naleving gezien kan worden.⁷⁵³

iv) Het vierde type soft law is internationaal common law (ICL).⁷⁵⁴ Deze vorm van soft law is niet het resultaat van internationale afspraken tussen staten, maar is het product van niet-statelijke partijen zoals internationale tribunalen of internationale organisaties, die over de autoriteit beschikken om over internationale juridische regels uitspraken te doen. Internationaal gewoonterecht verwijst naar niet-bindende regels of standaarden die uitgevaardigd zijn door internationale organisaties. In beginsel zijn staten alleen gehouden aan regels van internationaal recht als ze verklaard hebben dat ze zich hieraan zullen houden. Een uitzondering hierop is het internationaal gewoonterecht. Als in een internationale situatie bepaalde staten een diepere vorm van coördinatie ambiëren en sommige staten niet, dan biedt ICL de mogelijkheid om dit te realiseren in een secundaire afspraak. Als er onder staten unaniem overeenstemming is bereikt over samenwerking en afspraken en dit is neergelegd in internationaalrechtelijke regelingen, dan kan een deel van de staten afspreken om bijvoorbeeld een tribunaal op te richten dat geschillen beslecht die tussen staten kunnen ontstaan. Op dit tweede level kunnen dan staten die dit wensen verder gestalte geven aan de afspraken, terwijl de generale afspraak minder vergaand is (maar wel alle staten bindt). Dit is een vorm van internationaal common law. De uitspraken van tribunalen kunnen vervolgens doorwerken in hard law regelingen. Een voorbeeld is de uitspraak van het International Court of Justice in the Nicaragua case, betreffende zelfverdediging. De rulings van internationale tribunalen kan hoogstens gezien worden als een vorm van bindende arbitrage, echter zonder bijkomende juridische gevolgen. De uitspraken van tribunalen zijn echter niet los te zien van de inhoud en ontwikkeling van het internationaal

753. Guzman & Meyer 2010, p. 200.

754. Idem, p. 201; zie ook: G. Shaffer & M.A. Pollack, 'Hard and soft law', in: J.L. Dunoff & M.A. Pollack, *Interdisciplinary perspectives on international law and international relations – the state of the art*, Cambridge: Cambridge University Press 2013, p. 198.

recht, omdat de rulings invulling geven aan de verwachting van wat als goede naleving van internationaal recht gezien kan worden. Staten kunnen de mate waarin instituten gestalte geven aan ICL voorspellen aan de hand van de jurisdictie die deze instellingen krijgen en de groepen die van invloed zijn op het overleg en de besluitvorming binnen deze organisaties. De meest prominente verschijningsvormen van ICL zijn het Internationaal Gerechtshof, mensenrechtenorganisaties zoals het VN-mensenrechten comité, internationale handelsorganisaties en tribunalen zoals het GATT/WTO-tribunaal en de verschillende geschilbeslechtsingsorganisaties van de WTO (Dispute Settlement Understandig, WTO Appellate Body en Dispute Settlement Body).⁷⁵⁵

Soft law is een fenomeen dat voornamelijk gestalte heeft gekregen in het internationale publiekrecht. Echter, er is ook sprake van soft law waarbij private partijen betrokken zijn. Het terrein van internationale governance wordt niet meer louter vormgegeven door staten, maar ook door niet-statelijke actoren. Een bekend voorbeeld van een soft law instrument zijn de corporate governance codes. Deze codes verschillen van reguliere wetgeving ten aanzien van de gevolgen van niet-naleving. Corporate governance is een vorm van zelfregulering en soft law en zelfregulering zijn aan elkaar verwant, doch niet hetzelfde. Zelfregulering kan problemen opwerpen ten aanzien van de afdwingbaarheid van normen en de aansprakelijkheid wanneer deze normen geschonden worden. Gegeven de toegenomen globalisering en opmars van grote internationale conglomeraten is de invloed van zelfopgelegde civiele normen – waarin blijkt wordt geven aan de bredere sociale morele opvattingen en zorgen – significant toegenomen.⁷⁵⁶ In het tijdperk van globalisatie kan soft law (of quasi-wetgeving) gelden als een volwaardig alternatief voor overheidsregulering.⁷⁵⁷ Jackson (2010) argumenteert dat deze ontwikkeling gezien kan worden als een klein facet van een grotere mondiale aandacht voor maatschappelijk verantwoord ondernemen.⁷⁵⁸ Soft law regelingen die door mondiale ondernemingen worden vormgegeven bieden de mogelijkheid om gestalte te geven aan tijdloze normen op het terrein van mensenrechten, milieu en duurzaamheid, verantwoord burgerschap en ondernemingsaansprakelijkheid, alsook integriteit en een deugdelijk karakter. Het handelen in strijd met deze normen levert reputatieschade op voor transnationale ondernemingen. Privaatrechtelijke regulering van ondernemingen maakt gebruik van private, niet-statelijke markt-gebaseerde reguleringsmechanismes gericht op het reguleren van multinationale ondernemingen en hun globale netwerk van toeleveranciers en zakelijke partners.⁷⁵⁹ Door middel van statutaire bepalingen en bedrijfscodes kunnen grote transnationale ondernemingen uiting geven aan hun maatschappelijke verantwoordelijkheid en de vrijwillige naleving van universele normen. Een voorbeeld van samenwerking op het gebied van corporate governance zijn de 'Principles of corporate governance' van de G20/OECD.⁷⁶⁰ De

755. Zie verder: Guzman & Meyer 2010, p. 207-215.

756. K. Jackson, 'Global corporate governance: soft law and reputational accountability', *Brooklyn Journal of International Law* 2010-35, p. 44.

757. Zie ook: G.C. Shaffer & M.A. Pollack, 'Hard vs. soft law: alternatives, complements, and antagonists in international governance', *Minnesota law review* 2010, p. 706-799.

758. Jackson 2010, p. 44.

759. Idem, p. 68.

760. G20/OECD, *Principles of Corporate Governance*, Paris: OECD Publishing 2015.

principles hebben geen rechtskracht en schending wordt niet bedreigd met juridische gevolgen, echter de invloed van deze principles is wereldwijd groot. De eerste versie is in 1999 uitgevaardigd en de materiële normen zijn (deels) overgenomen in nationale corporate governance codes over de hele wereld.⁷⁶¹ In 2015 zijn de principles of corporate governance gereviseerd, mede om uiting te geven aan de veranderde opvattingen over goed ondernemingsbestuur en het snelle wisselende karakter van financiële markten. De principes zijn geformuleerd op een wijze waardoor ze een robuust maar flexibel uitgangspunt bieden voor beleidsmakers en marktdeelnemers om hun eigen corporate governance framework te ontwikkelen.⁷⁶²

Ten aanzien van de regulering van financiële instellingen en financiële markten is eveneens sprake van een grote rol voor soft law arrangementen. Men zou kunnen stellen dat internationaal financieel recht niet bestaat, omdat er geen handhavend en wetgevend orgaan is.⁷⁶³ Op nationaal niveau is hiervan uiteraard wel sprake, alsook vanuit de Europese dimensie. Het Europese financiële recht is uitgebreid en gedetailleerd en raakt sinds de oprichting van de Europese Bankenuïe en de ingrijpende herziening van het Europees systeem van financieel toezicht aan nage-nog alle aspecten van finance. Deze ontwikkeling is in een stroomversnelling ge-komen door de financiële crisis die in 2008 startte. De Europese Bankenuïe is gefundeerd op hard law arrangementen en de lidstaten zijn via richtlijnen en ver-ordeningen gebonden aan de financieelrechtelijke normen die op Europees niveau tot stand komen (of die in Europese regelgeving zijn geïmplementeerd, met name de Basel Accords). Dit betreft een recente ontwikkeling, de juridische basis van de Europese toezichthoudende instanties was voor en tijdens de financiële crisis minder sterk. De Basel Accords, die betrekking hebben op de kapitaal- en liquidi-teitseisen, zijn een uiting van soft law. Immers, het Basel Committee heeft geen wettelijke status, of wetgevende bevoegdheid. Het derde Basel Accord (2010) is materieel gezien grotendeels geïmplementeerd in het CRD IV-pakket, een uitgespro-ken voorbeeld van de transformatie van soft law naar hard law in financieel toezicht. Alvorens deze ontwikkeling in detail te analyseren in paragraaf 5.3 volgt eerst een historie van financieel toezicht, in kort bestek.

5.2 Een korte historie van financiële regulering – van 1929 tot 2017

De oorsprong van het moderne financieel toezicht kan gevonden worden in de regulering die tot stand kwam in de Verenigde Staten, als reactie op de excessen van de jaren twintig, die culmineerde in de crash van 24 oktober 1929.⁷⁶⁴ De crash was

761. A. Keay, 'An analytical study of board accountability in transnational codes of corporate governance', in: J.J. du Plessis & C.K. Low (eds.), *Corporate governance codes for the 21st century: international perspectives and critical analyses*, Cham: Springer 2017, p. 126.

762. G20/OECD 2015, p. 11.

763. C. Brummer, *Soft law and the global financial system – rule making in the 21st century*, Cambridge: Cambridge University Press 2015, p. 14.

764. P.V. Fishback & J.J. Wallis, 'What was New about the New Deal?', in: N. Crafts & P. Fearon (eds.), *The great depression of the 1930's – lessons for today*, Oxford: Oxford University Press 2013, p. 319; C.W. Calomiris, *U.S. Bank Deregulation in historical perspective*, Cambridge: Cambridge University Press 2010, p. 1; F. Capie, 'The evolution of central banking', in: G. Caprio Jr. & D. Vittas (eds.), *Reforming financial systems – historical implications for policy*, Cambridge: Cambridge University Press 1997, p. 31;

de start van the Great Depression, in een periode van drie jaren verloren beursgenoteerde bedrijven 90% van hun waarde. In de periode 1930-1933 gingen 9000 banken failliet, spaarders konden hun geld niet meer opnemen en het werkloosheidspercentage liep op tot een ongekende 25%.⁷⁶⁵ Op de kapitaalmarkten werd in aanloop naar de crash op grote schaal gespeculeerd met geleend geld. Er was sprake van een hoge mate van leverage, zowel bij particulieren als bij investeringsbanken, commerciële banken en verzekeringsmaatschappijen.⁷⁶⁶ Er bestond een grote behoefte om te investeren in nieuwe technologieën (zoals luchtvaart, radio en autobedrijven), zonder dat de investeerders goede kennis hadden van de bedrijven waar men in investeerde. De oorsprong van investeringsbankieren kan gevonden worden in de tweede helft van de negentiende eeuw in de Verenigde Staten, toen verscheidene Duitse Joden zakenbanken stichtten, waaronder Goldman Sachs, Lehman, Kuhn Loeb, Salomon Brothers en Bache & Co.⁷⁶⁷ De gouden tijd voor Amerikaans investeringsbankieren was de periode 1896-1929.⁷⁶⁸ Er bestond geen wettelijke verplichting om commercieel bankieren te scheiden van investeringsbankieren. Hierdoor ontstond de situatie dat spaartegoeden aan de commerciële kant van de bank gebruikt werden om transacties aan de investeringskant van dezelfde bank de financieren. De praktijken hebben bijgedragen aan een speculatiebubbel op de Amerikaanse beurzen.⁷⁶⁹ De tien jaar durende crisis heeft alle westerse landen negatief beïnvloed. Met name de Europese markten waren afhankelijk van een instroom van kapitaal uit de Verenigde Staten en werden buitengewoon hard geraakt.⁷⁷⁰ Het financieel toezicht in aanloop naar de crash verschilde wezenlijk van erna, het toezicht was soepel en niet streng.⁷⁷¹ Een prominente reden voor de ernst en de omvang van de crash in 1929 was de aard en structuur van de Amerikaanse hypotheekmarkt.⁷⁷² Rente liep voor een kortere periode en moest na afloop van een periode heronderhandeld worden. Aan het einde van een renteperiode (5 tot 10 jaar) was een eigenaar het hypotheekbedrag verschuldigd en als deze eigenaar de woning niet opnieuw kon financieren dan kon de hypotheekverstrekker de woning verkopen.⁷⁷³ Tijdens de crash van 1929 was er buiten de aandelenmarkten ook een grote crash op de huizenmarkt. De waarden van woningen daalden enorm en jaarlijks verloren 250.000 mensen hun woning (in totaal 10% van de huiseigenaren als gevolg van the Great Depression).⁷⁷⁴ De crisis op de huizenmarkt heeft

R.P. Buckley & D.W. Arner, *From crisis to crisis*, Alphen aan den Rijn: Kluwer Law International 2011, p. 108.

765. C. Gunderson, *The great depression*, Edina: Abdo Publishing 2004, p. 20.

766. A.J. Field, 'Economic growth and recovery in the United States: 1919-1941', in: N. Crafts & P. Fearon (eds.), *The great depression of the 1930's – lessons for today*, Oxford: Oxford University Press 2013, p. 382; Brummer 2015, p. 17.

767. J.W. Markham, *A financial history of the United States – volume II*, London: M.E. Sharpe 2002, p. 8.

768. T. Yamada, 'The crisis of 2008 and the dynamics of capitalism in time and space', in: K. Yagi et al. (eds.), *Crises of global economy and the future of capitalism*, Oxon: Routledge 2013, p. 176.

769. Gerding 2013, p. 88.

770. N. Heyzer, *The global economic and financial crisis: regional impacts, responses and solutions*, New York: United Nations 2009, p. 30.

771. Er werd toezicht gehouden door het bureau van de Comptroller of the Currency sinds 1863. Het bureau had als taak het toezichthouden op de banken die een commerciële vergunning hadden. Het Federal Reserve System is opgericht in 1913. Op dat moment bestond een parallel systeem van state-chartered banken en nationally-chartered banken.

772. Fishback & Wallis 2013, p. 317.

773. Idem, p. 318.

774. R.W. Kolb, *The financial crisis of our time*, Oxford: Oxford University Press 2011, p. 3.

geleid tot ingrijpende veranderingen van de regulering van bankieren en finance in de VS.⁷⁷⁵

De reactie van de Amerikaanse regering tijdens de Great Depression, toen veel banken failliet gingen, was gericht op het voorkomen van een volgende crisis. De reactie was vlot en ingrijpend, in 1933 werden de Emergency Banking Act en de Glass-Steagall act ingevoerd. Op grond van deze wetten mochten universele banken risicovolle investeringen niet meer combineren met standaard bankzaken zoals sparen en lenen. Banken dienden een keus te maken en mochten niet meer actief zijn op beide terreinen, oftewel investeringsbank, oftewel commerciële bank.⁷⁷⁶ Banken mochten niet meer handelen in effecten en tegelijkertijd spaartegoeden accepteren. Dit beleid zou in de daaropvolgende 30 jaren gehandhaafd worden, tot begin van de jaren zestig.⁷⁷⁷ Vanaf die periode zouden toezichthouders weer toestaan dat commerciële banken zich bezighielden met effectenhandel. Het terugtrekken van de Glass-Steagall Act door middel van de Gramm-Leach-Bliley Act in 1999 verwijderde alle barrières in de markt tussen banken, beleggingsinstellingen en verzekeringsmaatschappijen.⁷⁷⁸ Deze ondernemingen mochten vanaf dat moment consolideren. Aan de terugtrekking van de Glass-Steagall Act ging de fusie van de holding CitiCorp en verzekeringsmaatschappij Traveller vooraf, deze vormden Citigroup, een onderneming waarin bankieren, effectenhandel en verzekeren verzameld werden. De fusie was een duidelijke breuk van de Glass-Steagall Act, maar werd niet verboden. Het Amerikaanse toezichthoudende orgaan, the Federal Reserve Board, gaf CitiCorp een waiver. Met de komst van de Gramm-Leach-Bliley Act was het ook niet meer verboden voor bankmedewerkers om een vergelijkbare functie te bekleden bij een beleggingsinstelling. Het terugtrekken van de Glass-Steagall Act wordt gezien als een van de voornaamste oorzaken van de financiële crisis die

-
775. De Federal Home Loan Bank is opgericht in 1932. Deze creëerde een systeem van banken die onder toezicht vielen van een federale toezichthouder. In 1943 is de Federal Housing Administration opgericht, deze instantie moest leninggevers beschermen tegen leners die hun verplichtingen niet meer na (konden) komen. Deze bescherming vond plaats door middel van een soort swap-contract. De lener betaalde een soort verzekeringspremie samen met de hypotheekpremie en daarvoor werd een garantie van terugbetalen verschaft richting de leninggever. In 1938 werd, als onderdeel van the New Deal van president Roosevelt, de Federal National Mortgage Association (Fanny Mae) opgericht. De voornaamste activiteit van Fanny Mae was op de huizenmarkt en het doel het bevorderen van huiseigenaarschap in de VS door middel van hypotheeken die door de overheid gegarandeerd werden. Het hield een semi-monopolie voor bijna 30 jaren. In 1954 werd Fanny Mae, door middel van de Mortgage association act, een onderneming met gemengd eigendom, een publiek-private organisatie. In 1986 werd Fanny Mae geprivatiseerd, met als reden dat de Amerikaanse regering zijn financiën wilde stabiliseren. De activiteiten en schuld van Fanny Mae werd van de Amerikaanse overheidsbalans verwijderd en de onderneming stond sinds die periode niet meer garant voor door de overheid gesteunde hypotheeken. Fanny Mae stond nog wel onder overheidstoezicht. Vanaf 1970 mocht zij reguliere hypotheeken kopen. In 1970 werd eveneens de Federal Home Loan Mortgage corporation opgericht (Freddie Mac), met als doel om het monopolie van Fanny Mae te beeïndigen.
776. P. Arestis & E. Karakitsos, 'Causes of the "great recession" and economic policy implementations', in: S. Fadda & P. Tridico (eds.), *The economic crisis in social and institutional context – theories, policies and exit strategies*, London: Routledge 2015, p. 26 e.v.
777. T. Evans, 'The crisis of finance-led capitalism in the United States', in: E. Hein et al. (eds.), *Financialisation and the financial economic crises: country studies*, Cheltenham: Edward Elgar 2016, p. 45.
778. H. Willmott, 'Interrogating the crisis: financial instruments, public policy and corporate governance', in: I. Esturk et al. (eds.), *The Routledge Companion to banking regulation and reform*, Oxon: Routledge 2017, p. 93.

startte in 2007-2008.⁷⁷⁹ Deze conclusie is overtuigend, want het wijzigen van de wet en het wegnemen van barrières heeft geleid tot het ontstaan van enorme financiële conglomeraten die eigenaar waren van investeringsbanken, effectenbedrijven en verzekeringsmaatschappijen. Er was geen streng of effectief financieel toezichtmechanisme: de U.S. Securities and Exchange Commission (of een vergelijkbaar toezichtorgaan dat groot en machtig genoeg was om op een effectieve wijze toezicht te houden op de nieuwe financiële reuzen) was niet bevoegd om toezicht te houden op de nieuwe financiële conglomeraten die gevormd waren na het schrappen van Glass-Steagall.⁷⁸⁰ Het ontstaan van deze grote internationale financiële conglomeraten leidden ook tot problemen ten aanzien van 'too big to fail' en moral hazard.⁷⁸¹ Er ontstonden financiële ondernemingen die zo groot werden en zo verweven raakten met andere financiële ondernemingen dat zij niet failliet mochten gaan, omdat daarmee de stabiliteit van het financiële stelsel in gevaar zou komen. De Gramm-Leach-Bliley Act stond financiële ondernemingen toe om meer risico's te nemen dan in de voorafgaande zeventig jaren het geval was geweest.⁷⁸² Deze ontwikkeling bracht de tegoeden van spaarders en obligatiehouders potentieel in gevaar op een wijze die sinds de jaren twintig van de negentiende eeuw niet meer voor was gekomen. In wezen herhaalde de geschiedenis zich, op een destructieve wijze. Meerdere economen hebben gesteld dat het schrappen van de Gramm-Leach-Bliley Act niet een prominente oorzaak is van de financiële crisis.⁷⁸³ Het argument hiervoor is dat investeringsbanken in een eerdere fase vergelijkbare assets op hun balansen hadden staan en zij na het terugtrekken van de wet niet zijn gefuseerd. Een ander argument van een selecte groep economen stelt dat beter gediversifieerde — gefuseerde — universele banken (die depositobankieren combineren met effectenhandel) beter uit de crisis zijn gekomen dan pure investeringsbanken.⁷⁸⁴

De Europese landen hebben geen met de VS vergelijkbare wetgeving ingevoerd na de Great Crash van 1929, hoewel er wel sprake was van de invoering van bankenwetgeving en centraal banktoezicht gericht op het herstellen van het vertrouwen van het publiek in de financiële sector.⁷⁸⁵ De crisis had de gevaren blootgelegd van gemengd bankieren: de combinatie van traditioneel bankieren en industriële investeringen.⁷⁸⁶ In verscheidene Europese landen (Zweden, Zwitserland, België en Italië) werden banken gedwongen om korte termijn leningen te scheiden van in-

779. D.A. Westbrook, *Out of crisis: rethinking our financial markets*, Oxon: Routledge 2010, p. 103; Friedman & Kraus 2011, p. 24.

780. S. McCleskey, *When free markets fail: saving the market when it can't save itself*, Hoboken: John Wiley & Sons 2010, p. 77.

781. G.H. Stern & R.J. Feldman, *Too big to fail – the hazards of bank bailouts*, Washington: Brookings Institution Press 2004, p. 17.

782. Morrison 2015, p. 127.

783. Zie: B. Eichengreen, 'Macroeconomic and financial policies before and after the crisis', in: M. Obstfeld et al. (eds.), *Global economic crisis: impacts, transmission and recovery*, Cheltenham: Edward Elgar 2012, p. 183.

784. Zie: C.M. Pelaez & C.A. Pelaez, *Financial regulation after the global recession*, New York: Palgrave Macmillan 2009, p. 40.

785. Zie ook: E. Carletti & A. Leonollo, 'Regulatory reforms in the European banking sector', in: T. Beck & B. Casu (eds.), *The Palgrave Handbook of European banking*, London: Palgrave Macmillan 2016, p. 299.

786. G.J. Benston, *The separation of commercial and investment banking – the Glass-Steagall Act revisited and reconsidered*, London: Palgrave Macmillan 1990, p. 21.

dustriële investeringen.⁷⁸⁷ België ging verder dan andere landen en was het eerste land dat depositobanken verbood om industriële aandelen te bezitten (vanwege de volatiliteit en risico's).⁷⁸⁸ In België, tijdens de mid-jaren dertig, was het alleen toegestaan om de term 'bank' te gebruiken voor depositobanken. Banken in België waren ook verplicht om een minimum aandelenkapitaal aan te houden en om de financiële gegevens te publiceren aan de hand van door de overheid vastgestelde standaarden. Een andere opvallende verandering in het Europese bankwezen tijdens de jaren dertig was de transformatie van Banca d'Italia in een publieke kredietmaatschappij met de opdracht om Italiaanse banken te controleren en te monitoren en om te voorkomen dat een overgeconcentreerde financiële sector zou ontstaan.⁷⁸⁹ De wetgeving die in Europa na de Great Depression is ingevoerd had voornamelijk ten doel om spaartegoeden te beschermen, dit had als gevolg dat er sprake was van een toename van spaarbanken.⁷⁹⁰

In de periode van 1931 tot 1973 werden internationale financiële markten in grote mate beïnvloed door de gevolgen van de Tweede Wereldoorlog en de naoorlogse interventies van overheden. De overheidsingrepen na de oorlog waren erop gericht om economische voorspoed terug te brengen. Het Internationale Monetaire Fonds (IMF) werd officieel opgericht in juli 1944 toen de overeenkomst die hieraan ten grondslag lag getekend werd tijdens de Bretton Woods conferentie. De taken van het IMF zijn het ondersteunen en bevorderen van internationale financiële samenwerking, het waarborgen van financiële stabiliteit en het bevorderen van economische groei.⁷⁹¹ De Bretton Woods conferentie werd gehouden in juli 1944 met als doel om het mondiale financiële en monetaire systeem te reguleren, na de Tweede Wereldoorlog, ondanks dat de oorlog nog niet beëindigd was. De Wereldbank werd ook opgericht tijdens de Bretton Woods conferentie. Een van de taken van de Wereldbank was het identificeren van waardevolle investeringen in ontwikkelende landen en om financiering te verschaffen. Met de oprichting van het IMF en de Wereldbank in 1944 ontstond een heldere juridisch en institutionele basis voor het internationale monetaire systeem, in deze periode ontstond het Bretton Woods systeem.⁷⁹² Een van de pilaren van dit systeem was de idee dat overheidsingrijpen noodzakelijk was om stabiliteit en voorspoed te garanderen. Een nauwe samenwerking tussen staten in de naoorlogse wereld gericht op het reguleren van de monetaire beleid en de geldvoorraad van de betrokken staten. De VS waren koploper in deze ontwikkeling gericht op een systeem van handelsbalansen door het gebruik van vaste wisselkoersen gekoppeld aan de waarde van goud en de dollar.⁷⁹³ Een

787. Zie verder: G. Westerhuis, 'Commercial banking – changing interactions between banks, markets, industry and state', in: Y. Cassis et al. (eds.), *The Oxford Handbook of Banking and Financial History*, Oxford: Oxford University Press 2016, p. 110 e.v.

788. Zie ook: M. Pohl et al., 'Belgium', in: M. Pohl & S. Freitag (eds.), *Handbook on the History of European Banks*, Hants: Edward Elgar 1995, p. 52.

789. M. Pohl et al., 'Italy', in: M. Pohl & S. Freitag (eds.), *Handbook on the History of European Banks*, Hants: Edward Elgar 1995, p. 572.

790. E. White, 'Deposit insurance', in: G. Caprio Jr. & D. Vittas (eds.), *Reforming financial systems – historical implications for policy*, Cambridge: Cambridge University Press 1997, p. 93.

791. Morrison 2015, p. 129.

792. S. Zamora, 'Economic relations and development', in: C.C. Joyner (ed.), *The United Nations and international law*, Cambridge: Cambridge University Press 1999, p. 254.

793. K.C. Butler, *Multinational finance – evaluating the opportunities, costs and risks of multinational operations*, Hoboken: John Wiley & Sons 2016, p. 23.

voorwaarde voor het succes van dit nieuwe economische systeem was een geaccepteerd platform voor internationale handel. Een aantal nieuwe internationale organisaties werd opgericht dat de Amerikaanse dollar als reservevaluta hanteerde.⁷⁹⁴ Het Bretton Woods systeem creëerde aparte wettelijke systemen voor monetaire zaken, handel en de ontwikkeling van finance. De sleutelorganen GATT, IMF en de Wereldbank functioneerden tot het Bretton Woods systeem als gevolg van politieke en economische druk van begin jaren zeventig faalde.⁷⁹⁵ Op 15 augustus 1971 haalde president Nixon, onder druk van marktpartijen, de Verenigde Staten van de goudstandaard.

Butler (2016) heeft in een schema de historie van het internationale monetaire systeem in kaart gebracht:

Geschiedenis van het internationale monetaire systeem		
1914	Vervallen van de traditionele goudstandaard	Voorafgaand aan 1914 werd goud gebruikt om handelsbalansen te bereiken in een vast wisselkoerssysteem. De neergang van dit systeem leidt tot periodes van zwevende wisselkoersen.
1925	Goudwissel standaard	De VS en het VK houden goudreserves. Andere munten zijn te verwisselen in ponden, dollars of goud in een gefixeerd wisselkoerssysteem.
1930's	Wereldwijde financiële crisis (Great Depression)	De goud-wisselkoers faalt en de vaste wisselkoersen beginnen te zweven. Protectionistisch handelsbeleid draagt bij aan het ontstaan van de Great Depression.
1944	Bretton Woods conferentie	De prijs van een ounce goud wordt vastgesteld p.p. \$35,00 en andere valuta die gewisseld kunnen worden voor dollars krijgen een gefixeerde wisselkoers. De IMF en Wereldbank worden opgericht.
1971	Bretton Woods systeem faalt	Herhaalde pogingen om een systeem met vaste wisselkoersen te introduceren falen en de meeste valuta beginnen te zweven.
1979	Het Europese 'exchange rate mechanism' wordt ontwikkeld	Het Europese ERM wordt gecreëerd om de wisselkoers van valuta binnen een marge rond centrale koersen te houden.
1991	Het Verdrag van Maastricht	Het begin van Europese hervormingen, gericht op de totstandbrenging van de euro en de EMU.
1999	De euro wordt gecreëerd	Deelnemende valuta worden gefixeerd in de euro.
2002	Eurozone	De Euro wordt in omloop gebracht. EU-lidstaten worden geacht de euro als nationale munt aan te nemen zodra zij aan de criteria voldoen. Denemarken, het V.K. en Zweden kiezen voor een opt-out.

Het herbouwen na de Tweede Wereldoorlog ging gepaard met enorme groei van industriële productie. Mijlpalen in de naoorlogse economische wereld waren de

794. Zamora 1999, p. 254.

795. Butler 2016, p. 23 (schema letterlijk overgenomen).

Amerikaanse hulp in de vorm van het Marshall Plan,⁷⁹⁶ de oprichting van de Organisatie voor Europese Economische Samenwerking (OEEB)⁷⁹⁷ en de oprichting van de Europese Economische Gemeenschap (EEG).⁷⁹⁸ The General Agreement on Tariffs and Trade (GATT) werd ontwikkeld, gericht op het verminderen van commerciële barrières.⁷⁹⁹ Een van de eerste overwinningen van de EEG was het opheffen van interne invoerbarrières in Europa. Het lange termijn doel van de EEG was niet alleen het tot stand brengen van een gemeenschappelijke markt, meer een Europese Gemeenschap gericht op het bewaken van vrede en het voorkomen van conflicten.⁸⁰⁰ Om een economische disbalans tegen te gaan in de EEG-zone werd een investeringsbank opgericht (de Europese Investeringsbank) waarbij iedere lidstaat zich kon aansluiten.⁸⁰¹ De taak van de bank was het maken van een oprechte bijdrage aan de stabiele ontwikkeling van de gemeenschap door middel van lange termijn financiering. Het herbouwen van het naoorlogse Europa bracht dermate grote kosten met zich dat de Europese kapitaalmarkten onvoldoende kapitaal bevatten.⁸⁰²

Na de Tweede Wereldoorlog hebben overheden reguleringen uitgevaardigd gericht op het tegengaan van grote bankconcentraties. Strikte regulering en controle uitgeoefend door de staat waren prevalent na de oorlog, met als voorname doelen het voorkomen van schaalvergroting van banken en het tegengaan van oligopolistische trends.⁸⁰³ Sommige Europese staten hebben hun nationale bank genationaliseerd, waaronder Engeland en Frankrijk.⁸⁰⁴ In de navolgende jaren werd een strikte regulering van bankactiviteiten geïntroduceerd. Sinds 1960 is echter een ontwikkeling van deregulering zichtbaar.⁸⁰⁵ Het creëren van de Gemeenschappelijke Markt, de liberalisering van commerciële handelstransacties en de uitbreiding na de Tweede Wereldoorlog, en de toegenomen behoefte voor grote leningen vormden een klimaat dat uitnodigend was voor de concentratie van banken. Een prominent voorbeeld van de concentratie van banken in deze periode was de fusie van de Nederlandsche

796. T. Judt, 'Introduction', in: M.A. Schain (ed.), *The Marshall Plan: fifty years after*, New York: Palgrave Macmillan 2011, p. 1 e.v.

797. J. Hermans, *Uitgerekend Europa: geschiedenis van de Europese integratie*, Amsterdam: Uitgeverij Het Spinhuis 2004, p. 56; S. Sullivan, *From war to wealth: fifty years of innovation*, Parijs: OECD 1997.

798. M.J. Dedman, *The origins & development of the European Union 1945-2008: a history of European integration*, Oxon: Routledge 2010, p. 1 e.v.; de OEEB werd in 1961 hervormd tot de Organisatie voor Economische Samenwerking en Ontwikkeling.

799. D. De Bièvre & A. Poletti, 'The EU in trade policy – from regime shaper to status quo power', in: G. Falkner & P. Muller (eds.), *EU policies in a global perspective: shaping or taking international regimes?*, Oxon: Routledge 2014, p. 20 e.v.

800. E.J. Stewart, *The European Union and conflict prevention: policy evolution and outcome*, Munster: Lit Verlag 2005, p. 13; D.J.D. Sandole, *Peace and security in the postmodern world: the OSCE and conflict resolution*, Oxon: Routledge 2007, p. 143-144.

801. S. Lewenhak, *The role of the European Investment Bank*, Oxon: Routledge 1982, p. 1.

802. M. Chalmers, *Sharing security – the political economy of burdensharing*, London: Palgrave Macmillan 2000, p. 91.

803. Zie ook: R.W. Carney, *Contested capitalism: the political origins of financial institutions*, Oxon: Routledge 2009, p. 121; C. Brummer & M. Smallcomb, 'Institutional design the international architecture', in: N. Moloney, E. Ferran & J. Payne (eds.), *The Oxford Handbook of Financial Regulation*, Oxford: Oxford University Press 2015, p. 129 e.v.

804. C.E. Altamura, *European Banks and the rise of international finance: the post-Bretton Woods era*, Oxon: Routledge 2017, p. 39.

805. Zie onder meer de bundel: R.F. Himmelberg (ed.), *Regulation issues since 1964 – the rise of the deregulation movement*, London: Garland Publishing Inc. 1994.

Handel-Maatschappij en de Twentsche Bank in 1964, waardoor de ABN ontstond.⁸⁰⁶ In België fuseerde de Bank van Antwerpen met de Bank van België. Ook in Frankrijk was sprake van een groot aantal fusies in de periode 1946-1965.⁸⁰⁷ Ondanks dat concentraties van banken werden toegestaan, hebben Europese staten in deze periode wetgeving ingevoerd waarin het banken verboden werd om lange termijn kredieten te verstrekken. Ze werden verplicht om korte en midden-lange termijn kredieten te verstrekken en om daarbij voldoende liquiditeitsratio's te hanteren.⁸⁰⁸ In de jaren zeventig werd het banken wederom toegestaan om lange termijn kredieten aan te bieden en om zich te ontwikkelen van depositobanken naar niet-gespecialiseerde financiële instellingen, oftewel multifunctionele depositobanken.⁸⁰⁹ Vanaf de jaren zeventig was een grote groep van deze multifunctionele banken ontstaan die rekening beheerden, investeringsadvies gaven, verzekeringen aanboden en leningen en hypotheek verstrekten. Banken gingen in toenemende mate internationaal opereren, als gevolg van het ontstaan van de Europese markt en de liberalisering van de handel en restrictie van de handel in kapitaal.⁸¹⁰

De rigiditeit van het Bretton Woods systeem met vaste wisselkoersen leidde tot haar ondergang in de jaren zestig en zeventig.⁸¹¹ In de jaren zestig zouden de centrale banken van de geïndustrialiseerde landen, het IMF en de Bank of International Settlements trachten om reddingsoperaties te coördineren en om grootschalige speculaties te voorkomen. Buiten de rigide wisselkoersen werd als tweede nadeel van het Bretton Woods systeem gezien de overmatige afhankelijkheid van de Amerikaanse dollar als de leidende reservemunt.⁸¹² De Verenigde Staten gedroegen zich als de globale centrale bank na Bretton Woods, maar het systeem was niet ingericht op de toegenomen groei in de navolgende decennia, met deze ontwikkeling was in de overeenkomst geen rekening gehouden. Het systeem was gebaseerd op het vertrouwen dat de Verenigde Staten de schuldpapieren konden inwisselen voor goud. Echter, de goudvoorraden waren geslonken als gevolg van de internationale activiteiten van de Verenigde Staten. De goudstandaard werd uiteindelijk verlaten in de periode 1971-1973.⁸¹³ Na deze periode werd een systeem van meer flexibele wisselkoersen ingevoerd. De rol en functie van het IMF en de Wereldbank veran-

806. M. Pohl et al., 'The Netherlands', in: M. Pohl & S. Freitag (eds.), *Handbook on the History of European Banks*, Hants: Edward Elgar 1995, p. 751.

807. D.A. Alhadeff, *Competition and controls in banking: a study of the regulation of bank competition in Italy, France and England*, London: Cambridge University Press 1968, p. 114.

808. Zie ook: C.A.E. Goodhart, 'Financial supervision from an historical perspective: was the development of such supervision designed, or largely accidental', in: D. Mayes & G.E. Wood (eds.), *The structure of financial regulation*, Oxon: Routledge 2007, p. 55.

809. R. Mayntz, 'International institutions of financial market regulation: an example of network governance?', in: B. Hollstein et al. (eds.), *Networked governance: new research perspectives*, Cham: Springer 2017, p. 74.

810. B. de Meester, *Liberalization of trade in banking services: an international and European perspective*, Cambridge: Cambridge University Press 2014, p. 36 e.v.

811. Zie ook: M.D. Bordo, 'The Bretton Woods International Monetary System: a historical overview', in: M.D. Bordo & B. Eichengreen (eds.), *A retrospective on the Bretton Woods system – lessons for international monetary reform*, Chicago: The University of Chicago Press 1993, p. 27.

812. M. Moffit, *The world's money: international banking from Bretton Woods to the brink of insolvency*, New York: Simon & Schuster Inc. 1984, p. 40; M.N. Rothbard, *The mystery of banking*, Auburn: Ludwig von Mises Institute 2008, p. 250-251.

813. M.E. Rushefsky, *Public policy in the United States*, Oxon: Routledge 2013, p. 55.

derden eind jaren zeventig.⁸¹⁴ Met name de Europese staten richtten zich meer op hun regionale monetaire project en waren gericht op het tot stand brengen van eenwording. Het systeem van de OESO en de EU opereerde ook gescheiden van het IMF wat bijdroeg aan de afgenomen rol van het IMF in de internationale financiële architectuur. De totstandkoming van de G10, G7 en OESO hebben alle bijgedragen aan het veranderde internationale financiële landschap.⁸¹⁵

In de laatste 30 jaren is de financiële sector ingrijpend veranderd en in toenemende mate volstaat de oude architectuur van financieel regulering niet meer. De financiële crisis die in 2008 begon heeft de regulering van finance drastisch veranderd, zowel de inrichting van het toezicht alsook de onderliggende aannames en veronderstellingen over de functie en aard van finance. De crisis heeft het probleem van systeemrisico's en 'too big to fail' op een ingrijpende en destructieve wijze blootgelegd. De complexiteit van financiële markten en grote internationale financiële ondernemingen maakte het onmogelijk om de structurele kwetsbaarheden in het globale financiële systeem tijdig te signaleren.⁸¹⁶ Deregulering en flexibilisering van regelgeving hebben geleid tot de vorming van grote internationale financiële conglomeraten. Deze grote financiële ondernemingen – universele banken en grote verzekeraars – zijn dusdanig verweven met andere financiële instellingen dat zij niet failliet mogen gaan. Too big to fail kan gezien worden als de grootste uitdaging voor financiële toezichthouders op alle niveaus: nationaal, Europees en internationaal. De complexiteit en verwevenheid van financiële instellingen is niet eenvoudig te reduceren, om deze reden is in 2017 – tien jaar na de crisis – too big to fail een (ogenschijnlijk) politiek gedoogd fenomeen. De structuur en architectuur van de financiële sector zijn niet wezenlijk gewijzigd in vergelijking met de periode voor de crisis. De eisen die gesteld worden aan kapitaal, liquiditeit en leverage ratios zijn strenger geworden, voornamelijk vanwege het derde Basel-akkoord. Tevens is aan beide kanten van de oceaan uitgebreide wetgeving geïntroduceerd, gericht op het vergroten van de stabiliteit van de financiële sector, bescherming van consumenten en beleggers en het vergroten van het vertrouwen in financiële ondernemingen en de sector als geheel. De invoering van de Dodd-Frank act in 2010⁸¹⁷ in de VS en de oprichting van de Bankenuunie in de EU zijn omvangrijke wetgevingsoperaties die in relatief korte tijd gestalte hebben gekregen. De drie belangrijkste oorzaken van de financiële crisis zijn echter niet weggenomen met het strenger toezicht en aangescherpte kapitaaleisen en liquiditeitsbuffers. De 130 grootste financiële instellingen van Europa zijn nog steeds 'too big to fail' en de cross-sectorale grensoverschrijdende verwevenheid is eveneens intact gebleven. Nu is een functie en primaire doelstelling van de EU het creëren van een interne financiële

814. N. Woods, 'Bretton Woods institutions', in: T.G. Weiss & S. Daws (eds.), *The Oxford Handbook on the United Nations*, Oxford: Oxford University Press 2007, p. 237.

815. E. Helleiner, 'Regulating the regulators: the emergence and limits of the transnational financial legal order', in: T.C. Halliday & G. Schaffer (eds.), *Transnational legal orders*, Cambridge: Cambridge University Press 2015, p. 239.

816. Gerding 2013, p. 250; S.L. Schwarcz, 'Regulating complexity in financial markets', *Washington University Law Review* 87(2) 2009, p. 211; R.P. Buckley, 'The changing nature of banking and why it matters', in: R.P. Buckley et al. (eds.), *Reconceptualising global finance and its regulation*, Cambridge: Cambridge University Press 2016, p. 14.

817. H.R.4173 – Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act, 2010, te raadplegen via: <https://www.congress.gov/bills/111th-congress/house-bill/4173/text>.

markt, dus grensoverschrijdende activiteiten zijn een wezenlijk onderdeel van de Europese financiële sector. In de VS is meer drastische wetgeving ingevoerd als reactie op de crisis. De Volcker Rule, als onderdeel van de Dodd-Frank Act, bracht een limiet aan op de hoeveelheid risico die een grote bank mag nemen.⁸¹⁸ Tevens verhindert deze regel dat banken aandelen, grondstoffen of derivaten verhandelen voor eigen gewin. Zij mogen alleen in deze activa handelen voor cliënten of om zakelijk risico te reguleren. De regulering van het deel van de financiële sector dat onder nationaal en supranationaal financieel toezicht staat is significant uitgebreid, echter het deel van de financiële sector dat niet onder regulier toezicht staat ook. Deze sector wordt het schaduwbankwezen genoemd.⁸¹⁹

De kredietmarkten bestonden oorspronkelijk uit twee varianten: de bankensector en ‘mutual savings institutions’ enerzijds en een informele sector waarin leningen verschaft werden anderzijds (tussen personen onderling, ongereguleerde direct-lening mechanismes, micro-financing). Een deel van de leningen aan kleine en middelgrote bedrijven is via informele kredietverstrekking gelopen, terwijl de meerderheid van alle leningen en alle grote leningen door ondernemingen via de bankensector zijn verstrekt. De ontwikkeling van de mondiale financiële markten heeft een nieuw soort krediet exponentieel doen groeien: bank disintermediation. Oorspronkelijk behoeften nagenoeg alle financiële transacties een soort intermediair (met als grootste uitzondering de directe uitgifte van waardepapieren). De term intermediair heeft verschillende betekenissen. De meest eenvoudige aanduiding is ‘brokerage’, waarbij leners gekoppeld worden aan kredietverstrekkers tegen een courtage.⁸²⁰ Een tweede vorm van financiële intermediation is ‘underwriting’ waarbij ook leners en geldverstrekkers gekoppeld worden, het verschil heeft betrekking op de rol van de underwriter.⁸²¹ Hij draagt en absorbeert de risico’s van verliezen in ruil voor een deel van de opbrengst van de securities.⁸²² Een derde vorm van intermediation is ‘asset management’, een vorm van zakenbankieren in twee verschijningsvormen: i) traditionele ‘asset management’ (beleggingsfondsen – money market mutual funds),⁸²³ waarbij aandelen van samengevoegde activa worden verkocht en ii) ‘alternative asset management’: hieronder worden begrepen vastgoedfondsen, hedge funds en ‘private equity funds’.⁸²⁴ De opbrengsten voor de investeerder zijn gebaseerd op het rendement van de portfolio met activa. Een voordeel van ‘money market mutual funds’ is het samenbrengen van leners met geldverstrekkers, maar het grootste voordeel is dat het een investeerder een liquide en

818. P. Gandhi, ‘The origins and intent of the Volcker Rule’, in: P.H. Schultz (ed.), *Perspectives on Dodd-Frank and finance*, Massachusetts: The MIT Press 2014, p. 107.

819. R. Girasa, *Shadow banking: the rise, risks and rewards of non-bank financial services*, New York: Palgrave Macmillan 2016, p. 55; S.L. Schwarcz, ‘Regulating shadow banking’, *Review of banking & financial law* 2012-31, p. 619 e.v.

820. Zie ook: B. Shull, ‘Financial modernization under the Gramm-Leach-Bliley Act’, in: B.E. Gup (ed.), *The future of banking*, Westport: Quorum books 2003, p. 77-100.

821. Zie: G. Iannotta, *Investment banking: a guide to underwriting and advisory services*, London: Springer 2010, p. 3-4.

822. L. Obay, *Financial innovation in the banking industry: the case of asset securitization*, Oxon: Routledge 2000, p. 57-58.

823. Deze soort intermediation wordt tegenwoordig tot het schaduwbankwezen gerekend (Schwarcz 2012, p. 630).

824. Iannotta 2010, p. 1.

gediversifieerde investering biedt met een lage minimale denominatie.⁸²⁵ De vierde soort intermediation, de traditionele variant, wordt aangeboden door spaarinstellingen, verzekeringsmaatschappijen en kredietinstellingen.⁸²⁶ Deze financiële instellingen verstrekken leningen en eisen zekerheden voor de looptijd van de lening, zij genieten hiervoor de renteopbrengsten. Traditionele intermediation door banken heeft betrekking op de traditionele bankactiviteiten als depositohouden en kredietverstrekking en traditionele verzekeringen. Traditionele intermediation door marktentiteiten kan opgesplitst worden in twee categorieën: kapitaalmarkten en de non-bancaire sector. Traditionele intermediation of kapitaalmarkten wordt gepraktiseerd door hedge funds, beleggingsondernemingen, underwriters, ‘market makers’, custodians en beurshandelaars (broker/dealers). In de non-bancaire sector zijn leasemaatschappijen actief en corporate tax vehicles.⁸²⁷

Alle niet-traditionele intermediation kan gekwalificeerd worden als schaduwbankieren, met als bekendste variant securitisatie. De term schaduwbankieren is in 2007 gemunt door de CEO van PIMCO Paul McCulley.⁸²⁸ Er bestaan meerdere definities van schaduwbankieren, een overlappende betekeniskern van deze definities is: credit-intermediation door entiteiten die geheel of gedeeltelijk opereren buiten de reguliere bankensector en die niet onder regulier financieel toezicht staan. De Financial Stability Board onderschrijft de bedreiging van de financiële stabiliteit door het toegenomen gebruik van schaduwbankieren.⁸²⁹ DNB houdt een zeer ruime beschrijving van schaduwbankieren aan:

‘Het gaat bij shadow banking om het uitvoeren van bancaire activiteiten door entiteiten die buiten de scope van het traditionele toezicht vallen. Voorbeelden zijn financieringsmaatschappijen, special purpose vehicles (SPV’s), hedgefondsen, geldmarktfondsen maar ook financieringsvormen zoals crowd funding en kredietverschaffende thuiswinkels en warenhuizen behoren tot deze brede definitie tot het schaduwbanksysteem.’⁸³⁰

Meerdere auteurs rekenen hedgefondsen niet tot het schaduwbankwezen. De bekendste vorm van schaduwbankieren is securitisatie (bundelen van leningen en uitgeven in tranches, looptijdtransformatie, structured investment vehikels, collateralized debt obligations en credit default swaps). Omdat schaduwbanken geen deposito’s houden kunnen zij grotere markt-, krediet- en liquiditeitsrisico’s lopen, terwijl voor deze risico’s geen kapitaaleisen gelden. De financiële crisis heeft aangetoond dat risico’s die in het schaduwbankwezen zijn opgebouwd kunnen overvloeien in de gereguleerde bankensector, waarmee de stabiliteit van het gehele financiële stelsel onder druk komt te staan. De EBA beschouwt schaduwbankieren vanuit microprudentieel en macroprudentieel perspectief. Vanuit microprudentieel

825. Obay 2000, p. 58.

826. S.I. Greenbaum, A.V. Thakor & A.W.A. Boot, *Contemporary financial intermediation*, London: Academic Press 2016, p. 24.

827. S. Claessens & L. Ratnovski, *What is shadow banking? – IMF working paper*, februari 2014, p. 3.

828. P. McCulley, *Teton reflections*, PIMCO August September 2007, te raadplegen via: <https://www.pimco.com/en-us/insights/economic-and-market-commentary/global-central-bank-focus/teton-reflections>.

829. Financial Stability Board, *Global Shadow banking monitoring report 2016*, Basel: FSB 2016, p. 7.

830. <https://www.dnb.nl/nieuws/dnb-nieuwsbrieven/nieuwsbrief-banken/nieuwsbrief-banken-september-2016/dnb346522.jsp>.

perspectief vallen schaduwbank-entiteiten niet onder dezelfde standaarden als gereguleerde entiteiten en hoeven investeerders niet dezelfde bescherming te bieden voor de gevolgen van een faillissement. Schaduwbanken hebben geen toegang tot de liquiditeitsfaciliteiten van centrale banken, ze hebben geen 'lender of last resort'.⁸³¹ Aangezien het schaduwbankwezen buiten het bereik van het traditionele financiële toezicht valt (maar inmiddels wel een wezenlijk onderdeel uitmaakt van het stelsel) dienen passende macroprudentiële toezichtsinstrumenten beschikbaar te zijn.⁸³² De schaduwbank-activiteiten van instellingen die reeds onder toezicht staan kunnen wel gereguleerd worden, dit geldt echter niet voor een groot deel van het schaduwbankwezen dat niet onder regulier toezicht valt. In de EU is het European Systemic Risk Board verantwoordelijk voor het toezicht op schaduwbanken.⁸³³ Een focus op mogelijke toekomstige concentraties van risico's in het schaduwbankwezen en de blootstelling van de reguliere financiële sector aan schaduwbanken is vanuit macroprudentieel oogpunt van groot belang.

De ontwikkeling van de derivatenmarkt in de jaren negentig heeft de markt waarop kredietrisico wordt verhandeld blijvend veranderd.⁸³⁴ Kredietrisico wordt gezien als juridisch lastig te verhandelen, vanwege juridische beperkingen, relationele aspecten en obstakels op het gebied van accounting, belastingen en operationele kwesties.⁸³⁵ Deze obstakels worden door kredietderivaten grotendeels weggenomen, omdat nieuwe financiële instrumenten ontstaan die overdraagbaar zijn, ondanks dat de onderliggende activa naar hun aard en de regels niet overdraagbaar waren. Omdat het verpakken en doorverkopen van activa de kwaliteiten van de onderliggende activa verhuult is de rol van de rating agencies van groot belang. In aanloop naar de crisis hebben de grote rating agencies te positieve beoordelingen gegeven aan gestructureerde finance-producten en hierdoor kon in deze producten geïnvesteerd worden door investeerders als pensioenfondsen, die alleen in degelijke AAA-producten mochten investeren. De enorme toename van CDO's die gebaseerd waren op sub-prime hypotheeklen in aanloop naar de crisis veroorzaakte een opgebouwd risico dat na de val van Lehman Brothers in september 2008 een van de grote drivers van de financiële crisis is geweest.⁸³⁶ De activa die ten grondslag lagen aan de CDO's verloren hun waarde en daarmee stopten de inkomsten die uit de onderliggende activa moesten voortvloeien. De waarde van een synthetische CDO werd niet zozeer gebaseerd op de onderliggende activa, maar op wiskundige mo-

831. European Banking Authority, Guidelines, Limits on exposures to shadow banking entities which carry out banking activities outside a regulated framework under article 395 (2) of Regulation No 575/2013, EBA/GL/2015/20 2016, p. 3.

832. R.M. Lastra, 'Systemic Risk and Macro-Prudential Supervision', in: N. Moloney, E. Ferran & J. Payne (eds.), *The Oxford Handbook of Financial Regulation*, Oxford: Oxford University Press 2015, p. 317; X. Freixas, L. Laeven & J.-L. Peydro, *Systemic Risk, crises and macroprudential regulation*, Cambridge: The MIT Press 2015, p. 285.

833. European Systemic Risk Board, *EU Shadow Banking Monitor no.1/July 2016*, Frankfurt am Main: ESRB 2016, p. 3 e.v.

834. C. Pelaez, *International financial architecture: G7, IMF, BIS, debtors and creditors*, New York: Palgrave Macmillan 2005, p. 149; C.K. Whitehead, 'Creditors and debt governance', in: C.A. Hill et al. (eds.), *Research handbook on the economics of corporate law*, Cheltenham: Edward Elgar 2012, p. 78-79.

835. K. Alexander, John Eatwell & A. Persaud, 'The nature of modern credit markets, banking and financial innovation', in: K. Alexander (eds.), *Research handbook on international financial regulation*, Northampton: Edward Elgar Publishing Ltd. 2012, p. 11.

836. Over CDO's en de financiële crisis zie: J. Friedman, *What caused the financial crisis*, Philadelphia: University of Pennsylvania Press 2011, p. 7 e.v.

dellen waarmee de cashflow en aan de CDO verbonden risico's berekend werden.⁸³⁷ Deze modellen bleken tekort te schieten ten aanzien van het voorspellen van de risico's die tot de financiële crisis hebben geleid.⁸³⁸ CDO's werden niet op financiële markten verhandeld, maar verkocht aan institutionele investeerders. Toen de CDO's en daaraan gekoppelde derivaten waardeloos werden konden de investeerders ze niet verkopen.

In aanloop naar de financiële crisis was op grote schaal sprake van het verpakken van bankleningen, obligaties, credit-derivaten en asset-backed-securities (ABS's) in collateralized debt obligations (CDO's) en Structured Investment Vehicles (SIV's), die vervolgens aan non-bancaire investeerders werden verkocht.⁸³⁹ De financiële innovatie die geleid heeft tot de ontwikkeling van complexe gestructureerde financiële producten was de behoefte van banken om kapitaalintensieve activa van hun balansen te verwijderen en de professionele investeerders die massaal in kredietactiva wilden activeren.⁸⁴⁰ Securitatie is – op zich – een verantwoorde financiële techniek: het stelt banken in staat om kapitaalintensieve activa te verkopen en daarmee kapitaal vrij te maken voor nieuwe investeringen. Tevens stelt het banken in staat om kredieten te splitsen in tranches met verschillende risicoprofielen en deze te verkopen, het diversifieerde risico. Als hypotheek of andere leningen gebundeld worden en gesplitst in verschillende tranches met bijbehorende prioriteit en rente, waarvoor obligaties worden uitgegeven, dan is geen sprake van een onverantwoord risico. Als de techniek niet misbruikt wordt is het een instrument dat verantwoorde financiële voordelen biedt voor uitgevers en investeerders.⁸⁴¹ De sleutelkwestie is de kwaliteit van de onderliggende activa en de betrouwbaarheid van de risico-inschatting die gemaakt wordt over de kans van 'default'. De techniek is in aanloop naar de crisis misbruikt nadat te weinig leningen beschikbaar waren. Er zijn synthetische producten ontwikkeld waarbij lagere tranches van andere securitisatie-processen gebundeld zijn in een CDO waaraan een te hoge creditrating werd toegekend. In het geval van gesynthetiseerde securitisatie werden tevens Credit Default Swaps afgesloten, waarmee de investeerder beschermd werd tegen een 'default' van de onderliggende leningen. Deze processen en de transacties werden niet voldoende gemonitord en gereguleerd. Na de crisis is op internationaal en Europees niveau wet- en regelgeving ingevoerd die de markt voor gestructureerde finance, derivaten en CDO's drastisch gewijzigd heeft.⁸⁴²

De wetgevende en reguleringsmaatregelen die genomen zijn na de crisis vertegenwoordigen de normen en maatstaven waarover politiek consensus bereikt kon worden. Of de waarborgen die ingevoerd zijn ten aanzien van kapitaaleisen,

837. Zie: J. Boatright, 'Why risk management failed', in: A.G. Mallaris et al. (eds.), *The global financial crisis and its aftermath: hidden factors in the meltdown*, Oxford: Oxford University Press 2016, p. 385.

838. H. Adelman, 'Trust and transparency: the need for early warning', in: I. MacNiel & J. O'Brien (eds.), *The future of financial regulation*, Oxford: Hart Publishing 2010, p. 323.

839. R.M. Wibier, *De kredietcrisis en het privaatrecht, Oratie*, Tilburg: 2011, p. 4; Alexander et al. 2012, p. 12; R.M. Wibier, 'The credit crisis and securitisation', *European Journal of Commercial Contract Law* 2012-3, p. 85.

840. Zie ook: Wibier 2011, p. 9-10.

841. Baig & Choudhry 2013, p. 3 e.v.

842. S.L. Schwarcz, 'Securitization and post-crisis financial regulation', *Cornell law review online*, Vol. 101, 2016.

transparantie, toezicht en risicomanagement voldoende zijn, is lastig te voorspellen, omdat de katalysatoren van een financiële crisis moeilijk te voorspellen en daarmee (deels) niet te reguleren zijn.⁸⁴³ De financiële crisis van 2008 heeft aangetoond dat gebreken in risicomanagement en risicovolle en complexe financiële producten en transacties, gecombineerd met te weinig schokabsorberend vermogen desastreuze gevolgen heeft. Echter, een belangrijke factor in de omvang en ernst van de crisis was het klappen van een 'boom and bust' (bubbel), paniek, angst en een verlies van onderling vertrouwen. Deze gedragseconomische en psychologische aspecten zorgen voor een dynamiek in de financiële sector die niet verdisconteerd zit in de wiskundige rationele modellen waarmee winst en risico uitgerekend werden.⁸⁴⁴ Als een kans op 'default' van een lening geschat werd op 5% en op basis van deze inschatting werd een risicoprofiel en financiële waarde gebaseerd dan faalt het systeem als er een kettingreactie ontstaat en leningen die degelijk leken raken eveneens massaal in default.⁸⁴⁵ De onderliggende oorzaak van de ernst en de omvang van een crisis hoeft niet primair financieel of economisch van aard te zijn, maar een psychologische: het verlies van vertrouwen door consumenten, beleggers en tussen financiële instellingen onderling.⁸⁴⁶ Broekhuizen (2015) stelt over negatieve externe effecten het volgende:

'Het klassieke schoolvoorbeeld van een negatief extern effect met betrekking tot financiële markten is de situatie dat de insolventie van een bepaalde bank (bijvoorbeeld veroorzaakt door inadequaat management) leidt tot het vertrouwensverlies in andere, op zich solvante en goed bestuurde, banken met als gevolg een algehele publiekspaniek resulterend in de massale opvraging van banktegoeden (bankruns). Dit gevaar wordt ook wel een systeemrisico genoemd dat, als het zich manifesteert, een systeemcrisis oplevert.'⁸⁴⁷

Na de financiële crisis is nadrukkelijk aandacht geschonken aan het herwinnen van het vertrouwen van de maatschappij in de financiële sector. Een grotere mate van transparantie ten aanzien van producten, dienstverlening, bonussen, toezicht, governance en aansprakelijkheid zorgt voor een groter vertrouwen van de politiek en maatschappij in de financiële sector. Deze aangescherpte normen hebben met

843. E. Avgouleas, *Governance of global financial markets: the law, the economics, the politics*, Cambridge: Cambridge University Press 2012, p. 83-84; T. Ciro, *The global financial crisis: triggers, responses and aftermath*, Oxon: Routledge 2016, p. 6. Anders zie: Pezzuto 2016, p. 69 e.v.

844. Zie: C.P. Kindleberger & R.Z. Aliber, *Manias, panics and crashes – a history of financial crises*, New York: Palgrave Macmillan 2005; Gerding 2013, p. 1 e.v.; S. Nayak, *The global financial crisis: genesis, policy response and road ahead*, London: Springer 2013, p. 75-76.

845. Zie ook: E. Sheedy, 'The future of risk modeling', in: R.W. Kolb (ed.), *Lessons from the financial crisis – causes, consequences and our economic future*, Hoboken: John Wiley & Sons 2010, p. 301 e.v.

846. Over de dynamiek tussen psychologie en finance zie: G.A. Akerlof & R.J. Shiller, *Animal spirits: how human psychology drives the economy and why it matters for global capitalism*, Princeton: Princeton University Press 2009, p. 11 e.v.; W. De Bondt, 'Crisis of authority', in: A.G. Mallaris et al. (ed.), *The global financial crisis and its aftermath: hidden factors in the meltdown*, Oxford: Oxford University Press 2016, p. 305; T. Oberlechner, 'How the media shapes perceptions and fuels psychology in financial crisis', in: S. Kallidaikurichi (ed.), *A tale of two crises: a multidisciplinary analysis*, Oxon: Routledge 2013, p. 108 e.v.; zie ook Broekhuizen 2016, p. 85.

847. K.W.H. Broekhuizen, 'Doelstellingen, redenen en aard van financieel toezicht', *Ondernemingsrecht* 2015-111, p. 3.

name gestalte gekregen in corporate governance codes.⁸⁴⁸ Daarmee is nog geen sprake van een systeem dat bestendig is voor toekomstige tegenvallers of schokken die systeemrisico's veroorzaken, zoals het faillissement van een grote internationale bank of soevereine staat. Rationeel gezien kan beargumenteerd worden dat schokbestendige kapitaalbuffers en institutionele en persoonlijke 'skin in the game' kunnen bijdragen aan de preventie van crises. Kapitaalbuffers zijn toereikend als een financiële instelling zonder kapitaalinjectie of bail-out een schok, zoals het faillissement van Lehman Brothers veroorzaakte, kan doorstaan. Skin in the game kan op individueel niveau geoperationaliseerd worden door gevolgen te verbinden aan een te grote risicoappetijt, onverantwoord korte termijn risicostrategie en misleiding van klanten en beleggers door het verbergen van risico's. Op institutioneel niveau kan het concept 'skin in the game' gestalte krijgen door morele risico's te verminderen die gepaard gaan met het vooruitzicht van een 'bail-out' en de impliciete garanties die centrale banken bieden. De centrale banken als backstops en 'lenders of last' zijn een onlosmakelijk onderdeel van het financiële systeem en de garantie dat liquiditeitssteun op korte termijn beschikbaar is vervult een ondersteunende functie ten aanzien van de stabiliteit van het systeem.⁸⁴⁹ Aandeelhouders, investeerders en het bestuur van een bank dienen echter niet hun strategie en risicobereidheid te baseren op de veronderstelling dat bij tegenslag een reddingsoperatie uitgevoerd wordt. Het Europese bail-in mechanisme is op deze gedachte gestoeld.⁸⁵⁰

5.3 Soft law en financieel toezicht⁸⁵¹

Grensoverschrijdende samenwerking op het gebied van financieel toezicht wordt in toenemende mate als noodzakelijk gezien om financiële stabiliteit en consumentenbescherming en bescherming van beleggers te bereiken.⁸⁵² Mondiale problemen verlangen een mondiale reactie, aldus Brummer (2015).⁸⁵³ Het toezicht en de regulering van het internationale financiële stelsel is niet een uniform gegeven. Het wordt door academici en beleidsmakers op verscheidene wijzen geduid en beschreven. Meerdere disciplines zijn erbij betrokken: internationaal recht, politicologie en 'corporate law' (waaronder begrepen kan worden effectenrecht, financieel recht, verzekeringsrecht en bankenrecht).⁸⁵⁴ Vanuit de juridische discipline hebben academici met name de focus gericht op het nationale recht. Een reden hiervoor is dat veel internationale afspraken door staten geïmplementeerd moeten worden in de nationale wetgeving. De wetten en regels die van toepassing zijn op banken,

848. Mallin 2016, p. 9 e.v.

849. N. Liang, 'Financial stability: lessons learned from the recent crisis and implications for the federal reserve', in: D.D. Evanoff (ed.), *The role of central banks in financial stability: how has it changed?*, London: World Scientific Publishing Co. 2014, p. 74.

850. Zie ook: J.P. Krahnen & L. Moretti, 'Bail-in clauses', in: E. Faia et al. (eds.), *Financial regulation: a transatlantic perspective*, Cambridge: Cambridge University Press 2015, p. 142.

851. Volgens paragraaf is deels een bewerking van M.D.H. Nelemans, 'Governing banks in Europe', in: A.H. Lamers & C.M. Zoethout (red.), *De netwerksamenleving vanuit juridisch perspectief*, Zutphen: Uitgeverij Paris 2017.

852. I. MacNeil, 'Enforcement and sanctioning', in: E. Ferran, N. Moloney & J. Payne (eds.), *The Oxford Handbook of Financial Regulation*, Oxford: Oxford University Press 2016, p. 302; Andenas & Chiu 2014, p. 182.

853. Brummer 2015, p. 28.

854. Brummer 2015, p. 13.

verzekeraars, beleggingsinstellingen, pensioenfondsen en vermogensbeheerders kunnen een Europese of internationale oorsprong hebben, maar deze wetgeving heeft geen directe werking, de materiële regels staan in de nationale wetten. Brummer (2015) geeft aan dat door rechtsfilosofen is gesteld dat internationaal financieel recht niet als recht gekwalificeerd kan worden, omdat een centraal toezichthoudend orgaan ontbreekt, dat naleving kan afdwingen. Juristen gespecialiseerd in het internationaal recht zijn ook geen bijzondere voorstander van financieel recht, omdat de standaard waardenlegitimiteit en statelijkheid ontbreken. Een verschil tussen internationaal financieel recht en andere vormen van internationaal economisch recht (zoals handelsrecht, belastingrecht en monetair recht) is dat afspraken op het gebied van het financieel recht niet gestalte krijgen in de vorm van juridische bindende verdragen. De standaarden die op het gebied van finance afgesproken worden krijgen gestalte in niet-bindende soft law afspraken tussen toezichthoudende instanties en internationale organisaties zonder eenduidige juridische status.

Sinds 2001 werd Europese financiële regulering vormgegeven via de Lamfalussy procedure.⁸⁵⁵ Dit systeem maakte gebruik van vier niveaus van implementatie. Op het eerste niveau werd door het Europees Parlement en de Raad wetgeving aangenomen (richtlijnen en verordeningen, die de wettelijke basis vormden), in de volgende fase adviseerden gespecialiseerde comités en toezichthouders over de details. Op het derde niveau werden de regels door nationale toezichthouders afgestemd met andere landen. Het vierde niveau had betrekking op de handhaving en toezicht op de naleving.⁸⁵⁶ De High Level Group on financial supervision in the EU (ingesteld door de Europese Commissie met als doel om te adviseren over de toekomst van Europese financiële regulering en toezicht) rapporteerde in 2009 en adviseerde een totale herstructurering van het systeem.⁸⁵⁷ Als reactie op de financiële crisis heeft de EU het Europese systeem voor financieel toezicht compleet gereviseerd en een verstevigde wettelijke basis gegeven.⁸⁵⁸ Het Europese systeem voor financieel toezicht heeft sinds 2010 naast micro-prudentieel toezicht ook macro-prudentiële doelstellingen. In dit systeem is nadrukkelijk aandacht voor 'de identificatie, monitoring en beheersing van het hele systeem'.⁸⁵⁹ Het resultaat is dat er nu drie officiële toezichthoudende organen zijn: de European Banking Authority (EBA), the European Securities and Markets Authority (ESMA) en the European Insurance and Occupational Pensions Authority (EIOPA). Naast deze drie organen maken the European Systemic Risk Board en the Joint Committee of the European Supervisory Authorities en de nationale toezichthouders onderdeel uit van het Europese systeem voor

855. D. Alford, 'The Lamfalussy process and EU bank regulation: another step on the road to pan-European regulation?', *Annual review of banking & financial law*, Vol. 25:1, 2005; L. Dragomir, *European prudential banking regulation and supervision – the legal dimension*, Oxon: Routledge 2010; H.W. Micklitz, 'Regulatory strategies on services contracts in EC law', in: F. Cafaggi & H.M. Watt (eds.), *The regulatory function of European private law*, Cheltenham: Edward Elgar 2009, p. 28 e.v.

856. The Committee of wise men, *Final report of the Committee of wise men on the regulation of European securities markets*, Brussels: 2001, p. 6.

857. The high-level group on financial supervision in the EU, *Report*, Brussels: 2009, p. 49 e.v.

858. Sum 2016, p. 88.

859. B.P.M. Joosen, 'Inbreng consultatie herziening van de Wft', ZIFO: maart 2017.

financieel toezicht.⁸⁶⁰ The European Banking Authority werd voorafgegaan door the Committee of European Banking Supervisors (CEBS). Dit comité was in 2004 ingesteld door de Europese Commissie, er zetelden vertegenwoordigers van toezichthouders en centrale banken in dit comité. Het doel van het comité was het adviseren van de Europese Commissie, bijdragen aan een succesvolle implementatie van Europese richtlijnen en uniform financieel toezicht in de lidstaten en het bewerkstellingen van een verbeterde coördinatie van toezicht en de uitwisseling van informatie. De Europese Raad wenste een stevigere juridische basis voor het comité en vroeg de Europese Commissie om het wettelijke framework te veranderen. De Europese Commissie heeft aldus gehandeld en in 2009 is het juridisch framework betreffende de rol en taken van het comité gewijzigd en versterkt.⁸⁶¹

In 2011 werd de CEBS opgevolgd door de EBA, het orgaan dat opgericht is bij Verordening 1093/2010, waarmee het een sterker juridisch fundament kreeg in vergelijking met zijn voorganger.⁸⁶² De voornaamste taak van de EBA is bijdragen aan de ontwikkeling van het European Single Rulebook, via het uitvaardigen van Bindende Technische Standaarden (BTS) en richtlijnen. De standaarden zijn juridisch geldende documenten en bieden een nadere duiding van de regels die in het CRD IV-pakket zijn neergelegd. De BTS hebben directe werking en toepasbaarheid in de lidstaten, vergelijkbaar met de bepalingen uit een verordening. Het creëren van een gelijk speelveld in een systeem van geharmoniseerde regels is het hoofddoel van de EBA. De EBA is bevoegd om risico's in te schatten in de bankensector door middel van regelmatige risico-assessments en stress-tests. Vanwege het belangrijke karakter van de taken waarmee de EBA is belast is het begrijpelijk – vanuit een juridisch perspectief – dat de wettelijke basis verstevigd diende te worden, in vergelijking met de CEBS.⁸⁶³ De ESMA is opgericht op hetzelfde moment als de EBA en beschikt ook over rechtspersoonlijkheid en administratieve en financiële autonomie. Het was opgericht bij Verordening No. 1095/2010. Zijn wettelijke basis is gebaseerd op art. 114 TFEU, omdat de regels en regulering die bijdragen aan de financiële stabiliteit nauw verwant zijn aan de interne markt voor financiële dienstverlening. Zijn voornaamste taken zijn het verhinderen en beperken van activiteiten die de stabiliteit van de financiële sector kunnen bedreigen, in overeenstemming met de bepalingen uit de oprichtings-verordening. In het geval van cross-sectorale impact overlegt ESMA met zijn twee counterparts in het nieuwe Europese systeem voor financieel toezicht, namelijk de EBA en EIOP. Het voorkomen van systeemrisico's is een van de kerntaken van de ESMA.⁸⁶⁴ Brummer (2015) heeft in een schema uiteengezet hoe de globale financiële architectuur eruitziet.⁸⁶⁵

860. De wettelijke basis voor het ESFT zijn: art. 26 jo. 114 TFEU, art. 290 jo. 291 TFEU en art. 127 (6) TFEU.

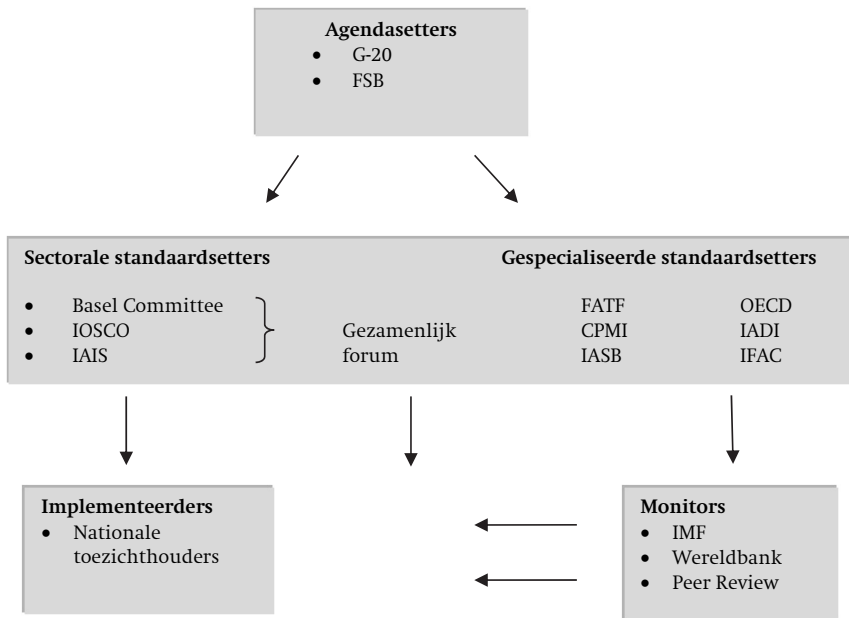
861. Commission Decision 2009/78/EC.

862. Regulation No 1093/2010 of the European Parliament and of the council of 24 November 2010 establishing a European Supervisory authority (EBA) amending Decision No. 716/2009/EC and repealing Commission Decision 2009/78/EC.

863. Regulation No 1093/2010 (23).

864. Regulation No 1095/2010 of the European Parliament and of the Council of 24 November 2010 establishing a European Supervisory Authority (European Securities and Markets Authority) amending Decision No. 716/2009/EC and repealing Commission Decision 2009/77/EC.

865. Brummer 2015, p. 81 (op de pagina's 167-179 volg ik de theoretische en inhoudelijke benadering en structuur van: C. Brummer, *Soft law and the global financial system – rule making in the 21st century*, Cambridge: Cambridge University Press 2015, p. 80 e.v.).



Internationale financiële regulering vindt plaats in een systeem van multi-level governance.⁸⁶⁶ Europese financiële regulering opereert in dit internationale systeem. Er zijn verschillende invloedrijke organisaties die mede bepalen wat het doel en de prioriteiten zijn van de Europese regulering. Op het internationale niveau zijn de G20 en het Financial Stability Board organisaties met veel invloed en macht en kunnen gezien worden als actoren in een soft law-systeem.⁸⁶⁷ De FSB en G20 zijn standaardsetters in het internationaal financieel recht. De G-20 en FSB opereren in de kern van het internationale systeem. Deze organisaties vertegenwoordigen de grootste en machtigste economische staten en hun leiders en daarmee 90% van de wereldd financieel markten.⁸⁶⁸ De G-20 ontwikkelde zich uit de oorspronkelijke G-7 na de Aziatische financiële crisis van begin jaren negentig. Het vervulde een beperkte rol in internationaal financieel toezicht, tot het begin van de financiële crisis in 2008. De G-20 opereert op basis van overeenstemming en beschikt over

866. Zie ook: O.O. Cherednychenko, 'Public and private financial regulation in the EU: opposites or complements?', in: N. Dorn (ed.), *Controlling capital: public and private regulation of financial markets*, New York: Routledge 2016, p. 141 e.v.; O.O. Cherednychenko & J.-M. Meindertma, 'Verantwoorde kredietverstrekking in een multi-level governancestelsel', *Tijdschrift voor Consumentenrecht en handelspraktijken* 2014-4, p. 181; L. Quaglia, *The European Union and Global Financial Regulation*, Oxford: Oxford University Press 2014, p. 1-2.

867. K. Alexander, 'International economic law and macro-prudential regulation', in: T. Cottier et al. (eds.), *The rule of law in monetary affairs*, Cambridge: Cambridge University Press 2014, p. 530; S. Soederberg, 'The transnational regulation of financial inclusion: an historical materialist critique of the G20 principles', in: T. Porter (ed.), *Transnational financial regulation after the crisis*, Oxon: Routledge 2014, p. 106-107.

868. Brummer 2015, p. 80; Armour et al. 2016, p. 623; H. Chey, *International harmonization of financial regulation*, Oxon: Routledge 2014, p. 153.

een breed instrumentarium, waaronder communiqués en verklaringen, die voornamelijk gepubliceerd worden na een top.⁸⁶⁹

De FSB is verbonden aan de G-20, beiden zijn na de financiële crisis van 2008 nadrukkelijk actiever geworden. Zijn voorganger, the Financial Stability Forum, was ontstaan in dezelfde periode als de G-20, na de Aziatische crisis. Het FSB heeft een breder mandaat gekregen en zijn focus is verlegd van microprudentieel toezicht naar macroprudentieel toezicht, met een bijzondere focus op leverage-ratio's in de financiële sector.⁸⁷⁰ De FSB heeft geen formele wetgevende bevoegdheid, maar is in toenemende mate een belangrijke organisatie geworden na de financiële crisis. De gebieden waarop de FSB (brede) standaarden en richtlijnen uitvaardigt zijn: kapitaaleisen, accounting standaarden, eisen die gesteld worden aan margins en criteria om vast te kunnen stellen of een financiële onderneming systeemrelevant is.⁸⁷¹ De G-20 en FSB als standaardsetters zijn niet direct betrokken bij het precieze (materiële) standard setting, deze taak is gedelegeerd naar de sectorale standaardsetters. De meest bekende sectorale standaardsetter is het Basel Committee on Banking Supervision. Standaarden kunnen onderling wezenlijk verschillen ten aanzien van doelgerichtheid en flexibiliteit. In de meeste gevallen zijn ze gericht op beleidsdoelen en richtlijnen die door de agendasetters zijn vastgelegd. Het doel is om de standaarden te laten implementeren in de verschillende juridische systemen (en culturen). De standaarden zijn beschikbaar voor nationale toezichthouders en wetgevers. De materiële normen kunnen geïmplementeerd worden in wetten, of onderdeel gaan uitmaken van het instrumentarium van de toezichthouders (zonder de noodzaak voor wetgeving). Het monitoren van het internationale financiële toezicht vindt op verschillende wijze plaats, waaronder peer reviews door de standaardbepalende organisaties zelf. Brummer (2015) stelt dat de belangrijkste monitoringsrol vervuld wordt door de Wereldbank en het IMF.⁸⁷² Zij zijn de meest prominente actoren in het internationale financiële systeem, mede vanwege de wettelijke basis en belangrijke rol op het gebied van economische ontwikkeling. De Wereldbank en het IMF zijn belast met het monitoren of staten de verplichtingen naleven die gezien worden als onmisbaar voor degelijke financiële systemen.⁸⁷³ In het kader van deze taak voeren zij regelmatig onderzoeken uit van nationale regimes om te beoordelen of internationale best practices zijn overgenomen door de nationale toezichthouders.⁸⁷⁴

De agendasetters zijn niet betrokken bij de daadwerkelijke procedures die leiden tot standaarden. Het formuleren van standaarden en het aannemen en implementeren door de nationale toezichthouders en bevoegde autoriteiten gebeurt onder

869. J.J. Kirton, *G20 governance for a globalized world*, Oxon: Routledge 2013, p. 99; J. Luckhurst, *G20 since the global crisis*, New York: Palgrave Macmillan 2016, p. 27.

870. M.S. Barr, 'International lawmaking by hybrid bodies: the case of financial regulation', in: C. Brolmann & Y. Radi (eds.), *Research handbook on the theory and practice of international lawmaking*, Cheltenham: Edward Elgar 2016, p. 278.

871. Brummer 2015, p. 74.

872. Brummer 2015, p. 81.

873. J. Black, 'Regulatory styles and supervisory strategies', in: E. Ferran, N. Moloney & J. Payne (eds.), *The Oxford Handbook of Financial Regulation*, Oxford: Oxford University Press 2015, p. 246-247; Armour et al. 2016, p. 619.

874. Brummer 2015, p. 81.

auspiciën van de sectorale standaardsetters. Dit zijn de meest dominante standaardsetters, omdat hun standaarden hele financiële sectoren betreffen.⁸⁷⁵ Deze organen worden voornamelijk gevormd door toezichthouders en in mindere mate door politieke actoren (geen staatshoofden en Ministeries van Financiën). Brummer stelt dat de standaardsetters meer lijken op markt-participanten dan de agendasetter, die meer politieke actoren zijn.⁸⁷⁶ De meest bekende standaardsetter is het Basel Committee on Banking Supervision, deze organisatie wordt in de komende paragraaf uitgebreid besproken. Ten aanzien van de regulering van effectenhandel is de International Organization of Securities Commissions (IOSCO) de meest prominente standaardsetter. De aanleiding voor de vorming van IOSCO is de snelle uitbreiding van de internationale effectenhandel. De oorspronkelijke doelstellingen waren niet gericht op financiële stabiliteit, maar op het tegengaan van fraude en financiële criminaliteit.⁸⁷⁷ Toen beleggingsinstellingen groter werden en systeemrisico konden veroorzaken werden de doelstellingen van IOSCO verbreed. In vergelijking met het Basels Committee heeft het IOSCO weinig regelgeving uitgevaardigd. Het meest significante reguleringsinstrument dat de organisatie heeft uitgebracht is de 'Objectives and principles of securities organization'.⁸⁷⁸ Dit document zet de 38 belangrijkste principes voor effectenregulering uiteen.⁸⁷⁹ In 2008 heeft het IOSCO een meer uitgesproken wijze van toezicht en naleving geïntroduceerd via haar 'Multilateral Memorandum of Understanding'.⁸⁸⁰ Dit is een overeenkomst waarin is vastgelegd dat toezichthouders assistentie kunnen vragen aan hun buitenlandse collega-toezichthouders, in geval van procedures waarbij getuigen of criminele opbrengsten zich in andere jurisdicties bevinden.⁸⁸¹ De financiële crisis heeft ertoe geleid dat de IOSCO rapporten heeft ontwikkeld waarin beter toezicht en regulering van effectenmarkten en exotische instrumenten wordt bepleit. Tevens heeft men een gedragscode opgesteld voor credit-rating agencies.⁸⁸²

Voor de verzekeringssector is de standaardsetter de in 1994 opgerichte International Association of Insurance Supervisors (IAIS). In tegenstelling tot het Basel Committee en het IOSCO (die organisch tot stand kwamen tussen gelijkgestemde toezichthouders) is het IAIS het direct gevolg van een lobby van de bankensector en effecten-

875. Zie ook: C. Bradley, 'Changing perceptions of systemic risk in financial regulation', in: P. Iglesias-Rodriguez et al. (eds.), *After the financial crisis: shifting legal, economic and political paradigms*, London: Palgrave Macmillan 2016, p. 86-87.

876. Brummer 2015, p. 87.

877. In 1974 hebben toezichthouders van Noord- en Zuid-Amerika de Inter-American Association of Securities Commissions opgericht met als doel om gezamenlijk de uitdagingen van de effectenhandel te kunnen beantwoorden. Met de toename van grensoverschrijdende handel diende samengewerkt te worden met Europese toezichthouders en tevens met andere delen van de wereld. Na een reorganisatie ging de organisatie verder als de International Organization of Securities Commissions. Het ledenaantal werd in korte tijd uitgebreid tot 50 staten. Tegenwoordig zijn 150 staten aangesloten, het secretariaat is gevestigd in Madrid.

878. International organization of securities commissions, *Objectives and principles of securities regulation*, Madrid: IOSCO 2010.

879. Ook door het IOSCO uitgevaardigd zijn de 'International disclosure standards for cross-border offerings and initial listings by foreign issuers' (Madrid: 1998).

880. International organization of securities commissions, *Multilateral memorandum of understanding concerning consultation and cooperation and the exchange of information*, Madrid: IOSCO 2012 (rev.).

881. Brummer 2015, p. 91.

882. The technical committee of the international organization of securities commissions, *Code of conduct fundamentals for credit rating agencies*, Madrid: IOCO 2004.

toezichthouders, van Basel en IOSCO, om een internationale tegenhanger voor deze organisaties te vormen.⁸⁸³ Tot het moment dat IAIS werd opgericht verliep de internationale coördinatie van financieel toezicht moeizaam. Begin jaren negentig werden verzekeringsmaatschappijen in toenemende mate internationaal actief, zowel als aanbieders van verzekeringen als op markten gerelateerd aan verzekeringen en investeringen in complexe financiële transacties. Met name de degelijkheid en veiligheid van herverzekeraars baarden de financiële toezichthouders zorgen.⁸⁸⁴ Deze herverzekeraars waren geregeld offshore gevestigd en hadden met slechts beperkt toezicht te maken. Toezichthouders werden meer bezorgd om systeemrisico's die de verzekeringssector veroorzaakte en de dreiging die hiervan uitging voor het gehele financiële stelsel.⁸⁸⁵ Het probleem met een onstabiele herverzekeraar is dat dit verzekeringsmaatschappijen in problemen kan brengen. Evenals het IOSCO kent het IAIS een uitgebreid lidmaatschap, het telt 200 jurisdicties in bijna 140 landen.⁸⁸⁶ Dit zijn niet alleen nationale en lokale autoriteiten maar tevens internationale organisaties en bijna 120 verzekeringsprofessionals (zonder stemrecht) die opereren als observanten. De regeloutput is lange tijd als mager beschouwd.⁸⁸⁷ Brummer (2015) geeft aan dat het een relatief nieuwe standaardsetter betreft en dat daarom tijd nodig is om standaarden en grensoverschrijdende coördinatie te ontwikkelen.⁸⁸⁸ Pas in 2002, acht jaar na de oprichting, kwam het IAIS met kernprincipes voor goed toezicht in de verzekeringssector en best practices voor verzekeringsmaatschappijen en grensoverschrijdende activiteiten: de Principles on Capital Adequacy and Solvency.⁸⁸⁹ Deze standaarden beogen een vergelijkbaar framework te bieden als de Bazelse kapitaalstandaarden en zijn gericht op het beoordelen van de solvabiliteit van levensverzekeraars en niet-levensverzekeraars.⁸⁹⁰ Toen tijdens de crisis in 2008 AIG failliet ging zijn de principes en standaarden van het IAIS alle herzien.⁸⁹¹ Het faillissement van AIG bedreigde de mondiale financiële markten en een overname door de Amerikaanse regering was nodig omdat de verzekeraar 'too big to fail' was.⁸⁹² Als reactie op de crisis overweegt het IAIS een meer uitgebreide aanpak van de regulering van de verzekeringssector, waarin een meer geconsolideerde aanpak van regulering van verzekeringsmaatschappijen en hun mondiale geaffilieerde wordt bepleit.⁸⁹³

883. Zie ook: J. van der Ende et al., *The future of insurance regulation and supervision in the EU – the final report of a CEPS task force*, Brussel: 2006, p. 44 e.v.; P.M. Liedtke, 'Insurance activity as a regulatory object: trends and developments and their appreciation in the context of post-crisis global markets', in: P.M. Liedtke & J. Monkiewicz (eds.), *The future of insurance regulation and supervision: a global perspective*, New York: Palgrave Macmillan 2011, p. 13.

884. Zie ook: IAIS, *Report of the 20th A2ii- IAIS consultation call – Reinsurance*, Eschborn: A2ii 2017.

885. IAIS, *Global systemically important insurers: updated assessment methodology*, Basel: 2016.

886. <https://www.iaisweb.org/page/about-the-iais>.

887. P. Kochenburger & P. Salve, 'An introduction to insurance regulation', in: J. Burling & K. Lazarus (eds.), *Research handbook on international insurance law and regulation*, Cheltenham: Edward Elgar 2011, p. 225.

888. Brummer 2015, p. 91.

889. IAIS, *Principles on capital adequacy and solvency*, Basel: 2002.

890. Idem, p. 91.

891. IAIS, *Guidance paper on the treatment of non-regulated entities in group-wide supervision*, Basel: 12 april 2010.

892. E. Warren, *AIG rescue, its impact on markets and the governments exit strategy*, Congressional Oversight Panel: June 2010, p. 10.

893. IAIS 2010, p. 13.

Naast primaire standaardsetters kent het internationale financiële systeem tevens meerdere gespecialiseerde standaardsetters zoals de International Accounting Standards Board (IASB).⁸⁹⁴ Deze speciale standaardsetters genieten een veel beperkter mandaat en richten zich meestal op gespecialiseerde complexe problemen. Het IASB is in 2001 opgericht, is gevestigd in London en is een onderdeel van de International financial reporting standards foundation (IFRS). De IASB wordt gevormd door experts met verschillende achtergronden (accountants en academici) en heeft als doel het ontwikkelen van een uniforme set standaarden voor beleggers, investeerders toezichhoudende instellingen.⁸⁹⁵ In tegenstelling tot de andere besproken standaardsetters heeft het IASB een wettelijke status en is als een non-profit instelling geregistreerd in de staat Delaware in de VS.⁸⁹⁶ De voorloper van de IASB was het International Accounting Standards Committee (IASC), opgericht in 1973, als reactie op de snelle toename van internationale handel en investeringen.⁸⁹⁷ Omdat er aanzienlijke verschillen bestonden in de accountingregels van landen onderling is een geharmoniseerd systeem van accountingregels beoogd. Het belangrijkste reglement dat het IASC heeft uitgebracht zijn de International Accounting Standards, een set regels dat aangeeft hoe bepaalde transacties en andere activiteiten weergegeven dienen te worden in de financiële verslaggeving en balansen.⁸⁹⁸ Ondanks dat het lidmaatschap tijdens de eerste twee decennia groeide was de invloed van de IASC niet zo groot als gewenst. De voornaamste reden was de overheersing van de General Accepted Accounting Principles (GAAP) van de VS.⁸⁹⁹ Bedrijven waren verplicht om de GAAP na te leven als voorwaarde om aan de Amerikaanse beurzen genoteerd te kunnen zijn. Vanaf 1987 heeft de IASC een meer ambitieuze agenda en in 1995 produceerde de IASC samen met de IOSCO een pakket standaarden van hoge kwaliteit, gericht op grensoverschrijdende inschrijvingen op effectenbeurzen (die uiteindelijk door IOSCO slechts deels ondersteund werd).⁹⁰⁰ In juni 2000 kondigde de Europese Commissie aan dat bedrijven die genoteerd zijn op Europese beurzen de International financial reporting standards (IFRS) die in 2005 door IASB waren uitgebracht, moeten naleven.⁹⁰¹ Deze stap had invloed op bijna zeventuizend beursgenoteerde ondernemingen in Europa.⁹⁰² Tegen 2010 hadden bijna honderd landen de IFRS geaccepteerd als accounting standaarden, bijna dertig jaren na de oprichting van de IASC.⁹⁰³ De Amerikaanse Securities and Exchange Commissie besloot in 2007 om de IFRS te accepteren in plaats van buitenlandse

894. Zie ook: K. Camfferman & S.A. Zeff, *Aiming for global accounting standards – the international accounting standards board 2001-2011*, Oxford: Oxford University Press 2015, p. 8 e.v.

895. De International financial reporting standards, zie: <http://www.ifrs.org/issued-standards/list-of-standards/>.

896. S. Battini, 'The proliferation of global regulatory regimes', in: S. Cassese (ed.), *Research handbook on global administrative law*, Cheltenham: Edward Elgar 2016, p. 59.

897. J. Beke, *International accounting harmonization: adopting universal information methods for a global financial system*, New York: Palgrave Macmillan 2013, p. 44 e.v.

898. Idem, p. 44.

899. S.E. Shamrock, *IFRS and US GAAP – a comprehensive comparison*, Hoboken: John Wiley & Sons 2012, p. 5 e.v.

900. J. Flower, *European financial reporting: adapting to a changing world*, New York: Palgrave Macmillan 2004, p. 159.

901. Communication from the commission to the council and the European parliament, EU financial reporting strategy: the way forward, Brussels 13-06-2000, COM (2000) 359 final.

902. Brummer 2015, p. 94-95.

903. C. Nobes, 'International differences in IFRS adoptions and IFRS practices', in: S. Jones (ed.), *The Routledge companion to financial accounting theory*, Oxon: Routledge 2015, p. 168.

ondernemingen te verplichten om hun financiële verslaggeving in overeenstemming met de GAAP op te stellen.⁹⁰⁴ De IASB heeft zich nadrukkelijk gericht op de problemen met accounting die zichtbaar werden door de financiële crisis, zoals door de G-20 en de FSB is erkend. De invloed van de agendasetters op de IASB is na de crisis groter geworden en het mandaat van het IASB is uitgebreid van het opstellen van geharmoniseerde standaarden voor deugdelijke accountingpraktijken naar het helpen voorkomen van problemen met systeemrisico's.⁹⁰⁵

De International Federation of Accountants (IFAC) is ook een gespecialiseerde standaardsetter en is opgericht in 1977.⁹⁰⁶ De oorspronkelijke doelstellingen van de IFAC waren het bevorderen van internationale standaarden op het gebied van auditing en assurantiën, ethiek en opleiding.⁹⁰⁷ Een van de organen van de IFAC, de International Auditing and Assurance Standards Board is verantwoordelijk voor de International Standards on Auditing (ISA), die aangenomen zijn door meer dan honderd landen. In tegenstelling tot de IASB is de IFAC geen prominente organisatie. Het accountantsberoep kwam nadrukkelijk in beeld na de fraude bij Enron, die gefaciliteerd was door malafide accountants.⁹⁰⁸ Accountants over de hele wereld hebben uitzonderlijke aandacht geschonken aan het verbeteren van de regulering en effectiviteit van het accountantsberoep en de auditors. In het verlengde van de Sarbanes-Oxley Act waarin voornamelijk corporate governance een wettelijk basis kreeg, werd in de VS de Public Company Accounting Oversight Board opgericht, dat principles heeft ontwikkeld voor beursgenoteerde bedrijven en inspecties van het werk van auditors.⁹⁰⁹ Als reactie op de financiële crisis heeft de IFAC meerdere uitgebreide aanbevelingen richting de G20 en andere internationale organen gedaan, gericht op het verbeteren van de kwaliteit en de transparantie van financiële managementsystemen.⁹¹⁰ Het Committee on Payments and Market Infrastructure (CPMI) is opgericht in 1990 door de G-10 en is gericht op de technologieën, procedures en regels voor de clearing en settlement (de overdracht van fondsen tussen een groep van deelnemende ondernemingen).⁹¹¹ Betaalsystemen kunnen een vorm van systeemrisico geven wanneer grote transacties verwerkt moeten worden tussen internationale ondernemingen.⁹¹² De CPMI is belast met het uitvaardigen van in-

904. U.S. Securities and Exchange Commission, press release 2007-235, te raadplegen via: <https://www.sec.gov/news/press/2007/2007-235.htm>.

905. Zie ook: T. Harris, R. Herz & D. Nissim, 'Accounting's role in the reporting, creation and avoidance of systemic risk in financial institutions', in: J-P. Fouque & J.A. Langsam (eds.), *Handbook on systemic risk*, Cambridge: Cambridge University Press 2013, p. 934.

906. C. Nobles & R.H. Parker, *Comparative international accounting*, Essex: Pearson Education Limited 2008, p. 88.

907. J. Siddiqui & C.S. Ferdous, 'The regulatory conundrum: achieving corporate governance reforms in developing countries', in: S. Boubaker & D.K. Nguyen (eds.), *Corporate governance in emerging markets: theories, practices and cases*, London: Springer 2014, p. 450.

908. A. Cornford, 'Enron and the international agreed principles for corporate governance and the financial sector', in: P.H. Dembinski et al. (eds.), *Enron and world finance – a case study in ethics*, New York: Palgrave Macmillan 2006, p. 19 e.v.

909. Z. Rezaee, *Corporate governance post Sarbanes-Oxley: regulations, requirements and integrated processes*, Hoboken: John Wiley & Sons 2007, p. 342.

910. The international federation of accountants, *Building strong and sustainable organizations, financial markets and economies*, New York: 2013; zie ook: Brummer 2015, p. 97.

911. B. Barretta & S. Baird, 'Intraday liquidity risk management', in: S. Venkat & S. Baird (eds.), *Liquidity risk management: a practitioner's perspective*, Hoboken: John Wiley & Sons 2016, p. 81 e.v.

912. Zie ook: G.P. Miller & F. Cafaggi, *The governance and regulation of international finance*, Cheltenham: Edward Elgar 2013, p. 120.

ternationaal geldende richtlijnen voor sleutel backoffice activiteiten.⁹¹³ De CPMI heeft samen met IOSCO de ‘Recommendations for Central Counterparties’ uitgevaardigd, die standaarden bevatten voor het risicomanagement van counterparties en ook aanbevelingen voor effecten settlement systemen gericht op het verbeteren van de infrastructuur van financiële activiteiten.⁹¹⁴ Tegenwoordig bestaat de taak van het CPMI voornamelijk uit het bestuderen van onderzoeken naar betaal- en settlement systemen, op eigen initiatief, of op verzoek van de G-20. De Financial Action Task Force is in 1989 opgericht tijdens de G7 top in Parijs.⁹¹⁵ De FATF is voortgekomen uit verschillende organisaties die belast waren met de bestrijding van witwassen en drugshandel, met als doel om nationale activiteiten naar een internationaal niveau te verplaatsen.⁹¹⁶ Het Bazelse ‘Statement of Principles on Money laundering’ heeft een katalyserende rol gespeeld in de internationale strijd tegen witwassen.⁹¹⁷ Tegenwoordig zijn vijftigertig staten aangesloten bij de FATF en het secretariaat is gevestigd in Parijs bij de OECD. De sleutelregelgeving van de FATF zijn ‘de 40 aanbevelingen’, waarin principes zijn neergelegd voor het effectief bestrijden van witwassen.⁹¹⁸ De principes hebben betrekking op het strafrechtelijk apparaat en handhaving, het financiële systeem en financiële regulering en internationale samenwerking. In tegenstelling tot andere standaardsetters is de FATF erg actief met het reviseren en updaten van aanbevelingen, zij monitort ook actief de wijze waarop de principes geïmplementeerd worden. Compliance van staten wordt actief gemonitord en gebreken in de naleving worden ter discussie gesteld. De FATF opereert in het soft law systeem, echter de methoden die gehanteerd worden om naleving af te dwingen passing in een regulier rechtstelsel.⁹¹⁹ De FATF heeft codes en criteria ontwikkeld om te bepalen of staten weigeren om de principes na te leven, bij tekortkomingen in de naleving kunnen contra-maatregelen genomen worden, zoals beperkingen voor financiële instellingen om transacties te plegen met landen op de ‘zwarte lijst’ van de FATF. De maatregelen van de FATF zijn succesvol gebleken, en zij geldt als een van de meest geslaagde internationale standaardsetters.⁹²⁰

De Organisation for Economic Cooperation and Development (OECD), opgericht in 1961, is geen soft law orgaan, maar heeft een wettelijke basis met een breed mandaat.⁹²¹ De drie doelstellingen van de OECD zijn: i) het bevorderen van beleid dat gericht is op duurzame groei in de lidstaten terwijl financiële stabiliteit behouden

913. Committee on payment and settlement systems, *A glossary of terms used in payments and settlement systems*, Basel: BIS 2003.

914. Committee on payment and settlement systems & Technical Committee of the international organization of securities commissions, *Recommendations for central counterparties – consultative report*, Basel: BIS 2004.

915. Zie ook: M.D.H. Nelemans, *De jacht op het misdaadgeld en het bewijsrecht*, 2009, te raadplegen via: <http://arno.uvt.nl/show.cgi?fid=95803>.

916. E. Savona, *Responding to money laundering*, Amsterdam: Harwood Academic Publishers 2005, p. 99.

917. J.J. Norton & G.A. Walker, *Banks: fraud and crime – second edition*, Oxon: Routledge 2013, p. 208.

918. Financial Action Task Force on money laundering, *The Forty Recommendations*, Paris: 2003.

919. V. Misilegas, ‘Regional organisations and the suppression of transnational crime’, in: N. Boister & R.J. Currie (eds.), *Routledge handbook of transnational criminal law*, Oxon: Routledge 2015, p. 82.

920. Zie ook: C. Rose, *International anti-corruption norms, their creation and influence on domestic legal systems*, Oxford: Oxford University Press 2015, p. 39.

921. OECD, *Rules of procedure of the organization*, Paris: 2013, te raadplegen via: <https://www.oecd.org/legal/Rules%20of%20Procedure%20OECD%20Oct%202013.pdf>.

blijft; ii) bijdragen aan de degelijke economische uitbreiding in lidstaten en niet-lidstaten, gericht op economische ontwikkeling en iii) een bijdrage leveren aan de uitbreiding van de wereldhandel.⁹²² De belangrijkste standaarden die de OECD heeft uitgebracht op het gebied van internationale financiële regulering zijn de 'Principles of corporate governance'.⁹²³ Na de crisis heeft de OECD een voortrekkersrol gespeeld in het analyseren van tekortkomingen in corporate governance en de mogelijke relatie tot de financiële crisis.⁹²⁴ De OECD is een forum waar overheden ervaringen met beleid kunnen uitwisselen, best practices kunnen identificeren en nationale en internationale beleidsmaatregelen kunnen afstemmen.

De in 2002 opgerichte International Association of Deposit Insurers (IADI) is de meest recent opgerichte standaardsetter.⁹²⁵ De IADI bevat zestig organisaties, zes aangesloten organen en twaalf partners. De IADI is gericht op het coördineren van best practices in depositogarantregelingen.⁹²⁶ Het belangrijkste document dat door de IADI, in samenspraak het Basel Committee, is uitgebracht betreffen de in 2009 voor het eerst uitgevaardigde en in 2014 gereviseerde 'Core principles for effective deposit insurance systems'.⁹²⁷ De laatste speciale standaardsetter in het internationale reguleringssysteem is de International Swaps and Derivatives Association (ISDA), opgericht in 1985.⁹²⁸ De ISDA is een handelsorganisatie van ondernemingen en professionele dienstverleners in de over-the-counter derivaten industrie.⁹²⁹ Het belangrijkste document dat door de ISDA is uitgebracht is de ISDA Master Agreement, een contractueel framework voor derivatentransacties waarin de contractuele verplichtingen van partijen op een gestandaardiseerde wijze neergelegd zijn.⁹³⁰ Mede door de beschrijving van sleutelbegrippen in derivatentransacties, waarmee partijen tijd en geld besparen, is de Master Agreement een geliefd contractueel framework. Omdat een grote groep industriële en financiële ondernemingen participeert in de (internationale) derivatenmarkt speelt de ISDA een belangrijke rol als standaardsetter in deze sectoren. De doelstellingen van de ISDA zijn het bevorderen van efficiënte zakelijke praktijken, het bevorderen van degelijk risicomanagement en het stimuleren van hoge standaarden van commerciële handelspraktijken. De voorwaarden en principes van de ISDA worden echter niet door staten gehandhaafd en de organisatie heeft zelf ook geen middelen om naleving af te dwingen. Omdat de ISDA een contractueel framework biedt worden contracten feitelijk verder onderhandeld en ingevuld. Om deze reden worden conflicten pri-

922. OECD, *The sustainable development goals: an overview of relevant OECD analysis, tools and approaches*, Paris: 2015.

923. Zie uitgebreid hoofdstuk 3.

924. OECD, *Corporate governance and the financial crisis: key findings and main messages*, Paris: 2009.

925. <http://www.iadi.org/en/>.

926. Zie ook: C. Tokatlides, *Retail depositor and retail investor protection under EU law – in the event of financial institution failure*, Oxon: Routledge 2017, p. 38.

927. International association of deposit insurers, *IADI Core principles for effective deposit insurance systems*, Basel: IADI 2014.

928. <http://www2.isda.org/>.

929. Zie ook: J. Gregory, *Central counterparties, mandatory clearing and bilateral margin requirements for OTC derivatives*, Hoboken: John Wiley & Sons 2014, p. 62.

930. ISDA, *2002 Master Agreement*, te raadplegen via: https://edisciplinas.usp.br/pluginfile.php/96505/mod_resource/content/1/DCO0411%20-%20ISDA%20Master.pdf.

vaatrechtelijk opgelost. De ISDA is derhalve geen reguleringsorgaan zoals de andere standaardsetters in het internationale financiële systeem.⁹³¹

De belangrijkste internationale standaardsetter is het Basel Committee on Banking Supervision (BCBS), een onderdeel van de Bank for International Settlements (BIS).⁹³² De BIS is een in het Zwitserse Bazel gevestigde internationale organisatie wiens belangrijkste doelstelling is het nastreven van internationale financiële en monetaire samenwerking. De bank treedt op als bank voor nationale banken. De oorsprong van de BIS ligt in 1930 en de aanleiding waren de grote herstelbetalingen die Duitsland moest verrichten na de Eerste Wereldoorlog.⁹³³ Duitsland zou 120 miljard DM terugbetalen over een periode van 59 jaar en de BIS werd voor dit doel opgericht, het zou de betalingen van Duitsland ontvangen en distribueren onder de rechthebbende landen. De bank werd geplaatst in het neutrale Zwitserland. De oorspronkelijke aandeelhouders van de BIS waren de centrale banken van Duitsland, Frankrijk, Engeland, België en Italië, Japan en de VS.⁹³⁴ Duitsland kon al in 1931 niet meer aan de betalingsverplichting voldoen en in 1932 kwam de oorspronkelijke taak van de BIS te vervallen. Na de Tweede Wereldoorlog zijn het IMF en de Wereldbank opgericht en is overwogen om de BIS op te heffen. Dit is echter niet doorgezet en vanaf 1950 was de voornaamste taak van de BIS het vervullen van financiële taken in Europa.⁹³⁵

In 2007 heeft Drezner in kaart gebracht wat de financiële standaardsetters zijn, het terrein en de wijze van publicaties. Dit schema is door Brummer in 2015 geüpdatet:⁹³⁶

931. Brummer 2015, p. 103.

932. L. Rethel, 'Bank regulation after the global financial crisis: the case of regulatory arbitrage', in: T. Porter (ed.), *Transnational financial regulation after the crisis*, Oxon: Routledge 2014, p. 77.

933. A. LeBor, *Tower of Basel: the shadowy history of the secret bank that runs the world*, New York: PublicAffairs 2014, p. 5.

934. L. Neal, *A concise history of international finance, from Babylon to Bernanke*, Cambridge: Cambridge University Press 2015, p. 241.

935. G. Toniolo & P. Clement, *Central Bank cooperation at the bank of international settlements, 1930-1973*, Cambridge: Cambridge University Press 2005, p. 317.

936. D.W. Drezner, *All politics is global: Explaining international regulatory regimes*, Princeton: Princeton University Press 2008; Brummer 2015, p. 106-107.

Relevante standaarden		
Terrein	Standaardsetter	Wijze van publiceren
Banktoezicht	Basel Committee	Core Principles for effective banking supervision
Effecten	IOSCO	Objectives and principles for securities regulation
Verzekeringen	IAIS	Insurance Core Principles
Marktintegriteit	FATF	40 + 9 Recommendations
Corporate Governance	OECD	Principles of Corporate Governance
Accounting	IASB	International Accounting Standards; International Financial Reporting Standards
Auditing	IFAC	International Standards on Auditing
Depositogarantie	IADI	Core Principles for Effective Insurance systems (met Basel Committee)
Betaling en settlement	CPMI	Principles for financial market infrastructure (met IOSCO); Recommendations for Central Counterparties (met IOSCO)

De BIS huisvest vele instituten en comités, waaronder het Basel Committee on Banking Supervision (BCBS). De voornaamste reden voor de oprichting van de BCBS in 1974 was de toegenomen globalisatie van financiële dienstverlening.⁹³⁷ De financiële markten breidden zich uit tot een mondiaal niveau hoewel de toezichtwetten en financiële regulering nationaal van aard bleven. Goodhart (2011) beschrijft twee redenen waarom de BCBS is opgericht, namelijk de oliecrisis die leidde tot een afname van olie uit de Golfstaten en het instorten van Bankhauss Herstatt in 1974. Het comité is in 1974 opgericht door de bankgouverneurs van de G10 en zijn belangrijkste taken waren: het bevorderen van samenwerking en coördinatie inzake banktoezicht en het uitvaardigen van gemeenschappelijke benaderingen en standaarden. De BCBS heeft geen wettelijke status, zijn beslissingen hebben geen kracht van wet. De gebondenheid van de leden is vrijwillig en het gezag van het comité is afgeleid van deze vrijwillige verbintenis.⁹³⁸

De eerste documenten die door het comité werden uitgebracht hadden betrekking op regels en handelwijzen die gericht waren op het beschermen van de solvabiliteit, liquiditeit en kapitaaleisen voor banken.⁹³⁹ Het eerste Bazel-akkoord werd uitgebracht in 1988, veertien jaar na de oprichting van de BCBS.⁹⁴⁰ De katalysator voor het akkoord was de Latijns-Amerikaanse schulden crisis van begin jaren tachtig, het comité vreesde voor de toereikendheid van de kapitaalratio's van internationale banken in het licht van de toegenomen internationale financiële risico's. De nadruk van het eerste akkoord lag op de regulering van kredietrisico's en de passende risi-

937. C. Goodhart, *The Basel Committee on Banking Supervision; a history of the early years*, Cambridge: Cambridge University Press 2011, p. 10.

938. BIS charter art. 3 (available at www.bis.org).

939. Quaglia 2014, p. 36 e.v.; Goodhart 2011, p. 96 e.v.

940. Basel Committee on banking supervision, *Basel I: International convergence of capital measurement and capital standards*, Basel: Juli 1988, te raadplegen via: <http://www.bis.org/publ/bcb04a.pdf>.

coweging van activa. De activa die banken op hun balansen hielden werden onderverdeeld in vijf categorieën, contant geld vertegenwoordigde 0% risico en bedrijfsleningen 100% risico.⁹⁴¹ Het akkoord introduceerde drie ratio's: het Tier 1-kapitaalratio, het totale kapitaalratio en het leverage (hefboom) ratio.⁹⁴² De G10 gouverneurs hebben bepaald dat de verhouding kapitaal tot risico-gewogen activa van banken minimaal 8% diende te zijn en dat deze bepaling in de nationale wetgeving van de G10 landen geïmplementeerd diende te zijn in 1992.⁹⁴³ In 1996 volgde een toevoeging op Basel 1 in de vorm van een 'Markt Risico Amendement van het Kapitaalakkoord',⁹⁴⁴ dit amendement trad eind 1997 in werking. In dit amendement werd onderkend dat andere vormen van risico – buiten kredietrisico's – gereguleerd moesten worden, namelijk: wisselkoersen, beursverhandelde schuldderivaten, handelsgoederen en opties.⁹⁴⁵

Na het eerste Bazelse akkoord was sprake van een grote toename van financiële innovatie.⁹⁴⁶ Hierdoor ontstond de noodzaak voor een geactualiseerd akkoord: the Revised Capital Framework, ook wel Basel II genoemd.⁹⁴⁷ Dit framework breidde de minimum kapitaaleisen uit het eerste akkoord uit (de eerste pilaar) en introduceerde een beoordeling van de kwaliteit van de kapitaalratio's van ondernemingen en een intern beoordelingsproces (tweede pilaar) en ook het effectieve gebruik van openbaarmaking om marktdiscipline en deugdelijke bankpraktijken te optimaliseren (derde pilaar).⁹⁴⁸ Het Basel Committee heeft centrale banken, vertegenwoordigers van het bankwezen en toezichthoudende instanties geconsulteerd, gericht op het construeren van meer risico-averse kapitaalratio's. De voorbereidingen voor het derde Bazelse akkoord waren getroffen op het moment dat Lehman Brothers in 2008 failliet ging. Het Basel Committee onderkende in deze periode dat banken over-leveraged waren en beschikten over onvoldoende liquiditeitsbuffers. Het gebrek aan deugdelijke governance structuren en risicomanagement gecombineerd met een ongepast beloningsbeleid hebben ruimschoots bijgedragen aan de crisis die in 2008 begon. Na een ad-hoc amendement van het Basel II-akkoord, in reactie op het faillissement, publiceerde het BCBC in september 2010 het gereviseerde Basel III-akkoord. Aan het einde van 2010 waren de leiders van de G20 akkoord met de inhoud van het Basel III. Het derde akkoord breidde de structuur van drie pilaren uit en introduceerde enkele nieuwe standaarden, als reactie op de financiële crisis. Twee nieuwe buffers werden geïntroduceerd: een kapitaal conservatie buffer (die uitbetalingen beperkt wanneer doorbroken, gericht op het beschermen van een minimum common equity) en een contra-cyclische buffer, die de banken belemmert om te grote alomvattende investeringen te doen wanneer de kredietmarkten grote

941. Idem, p. 8.

942. C.H.S. Bouwman, 'Liquidity: how banks create it and how it should be regulated', in: A.N. Berger et al. (eds.), *The Oxford Handbook of Banking*, Oxford: Oxford University Press 2015, p. 193-194.

943. Basel Committee 1988, p. 14.

944. Basel Committee on Banking Supervision, *Amendment to the Capital Accord to incorporate market risks*, Basel: January 1996.

945. Basel Committee on Banking Supervision, *A brief history of the Basel Committee*, Basel: 2014, p. 2-3.

946. H. Mandanis Schooner & M.W. Taylor, *Global bank regulation – principles and policies*, London: Academic Press 2010, p. 159.

947. Basel Committee on Banking Supervision, *Basel II: International convergence of capital measurement and capital standards*, Basel: June 2004.

948. Idem, p. 3.

stijgingen laten zien, ter voorkoming van grote verliezen als de kredietmarkten instorten. Er is ook een minimum Tier 1-leverage-ratio geïntroduceerd dat een minimum hoeveelheid verlies absorberend kapitaal regelt gerelateerd aan alle activa en blootstellingen die niet op de balans staan.⁹⁴⁹ Een belangrijk verschil is het gegeven dat het leverage-ratio niet risico-gewogen is, maar gebaseerd op de totale blootstelling. De aangescherpte liquiditeitseisen gingen gepaard met een liquiditeits-dekkingsratio, hetgeen genoeg liquiditeit zou moeten bieden om een periode van 30 dagen stress te overbruggen en ook een 'net stable functioning ratio' die een effectief antwoord moet geven op mismatches in de maturity van leningen over de gehele balans. Voor systeemrelevante banken zijn additionele buffers vereist evenals aanvullende maatregelen gericht op grensoverschrijdend toezicht en afwikkeling.⁹⁵⁰

Het Basel Committee besliste, in overeenstemming met de leiders van de G20, dat de Basel III-kapitaaleisen geïmplementeerd zouden worden op een wijze waarbij het herstel van de reële economie niet belemmerd zou worden.⁹⁵¹ De juridische implementatie van de eisen uit het akkoord neemt voor lidstaten een substantiële hoeveelheid tijd in beslag en het staat lidstaten vrij om strengere eisen in te voeren, de eisen uit Basel III vertegenwoordigen minimumvereisten. De minimale kapitaaleisen werden van kracht aan het begin van 2013, met een geleidelijke uitbreiding in 2014, totdat de gewenste standaarden in 2015 bereikt werden, zoals aangegeven in het volgende schema:

Minimum	Common Equity Tier 1 (CET1) ⁹⁵²	Tier I Capital requirements
Pre-2013	2%	4%
2013	3,5%	4,5%
2014	4%	5,5%
2015-2019 ⁹⁵³	4,5%	6% ⁹⁵⁴

De nieuw geïntroduceerde kapitaal conservatiebuffer voegt 2,5% common equity toe bovenop de 4,5% die sinds 2015 vereist is.⁹⁵⁵ Het wordt geleidelijk ingefaseerd, van 2016 tot 1 januari 2019.⁹⁵⁶ Vanaf die datum dienen banken 7% Common Equity

949. Basel Committee on Banking Supervision, *Basel III: a global regulatory framework for more resilient banks and banking systems*, Basel: 2011, p. 61.

950. Basel Committee on Banking Supervision, *A brief history of the Basel Committee*, Basel: 2014, p. 4.

951. Zie ook: Basel Committee on Banking Supervision, *Implementation of Basel standards: a report to G20 leaders on implementation of the Basel III regulatory reforms*, Basel: August 2016.

952. Dit ratio is berekend door het Common Equity Tier 1-kapitaal te delen door de risico gewogen activa.

953. Basel Committee on Banking Supervision, *Basel III phase-in arrangements*, zie: http://www.bis.org/bcbs/basel3/basel3_phase_in_arrangements.pdf.

954. Deze ratio is de som van CET1 met een Additional Tier 1 (AT1) van 1,5%.

955. Zie ook: Broekhuizen 2016, p. 74.

956. Vanaf 1 januari 2019 creëert deze regeling een minimum Tier 1-kapitaaleis van 8,5% (6% Tier 1 + 2,5% kapitaal conservatiebuffer).

Tier 1-kapitaal aan te houden.⁹⁵⁷ Het minimum totale kapitaal vanaf 2014 is 8% en met toevoeging van de volledig ingefaseerde conservatiebuffer zal dit 10,5% Total Capital zijn vanaf 1 januari 2019.⁹⁵⁸ Het leverage ratio wordt ook geleidelijk verhoogd. Op basis van een monitoringsrapport van het BCBS, uitgebracht in september 2016, zal het volledig ingefaseerde Basel III leverage ratio neerkomen op 5,6% voor G-SIB's,⁹⁵⁹ Groep 1-banken⁹⁶⁰ en Groep 2-banken.^{961, 962} Het liquiditeits-dekkingsratio is geïntroduceerd en uitgebreid tussen 2015 (60%) en 2019 (100%). Het vereist dat banken over voldoende liquide activa beschikken om acute stresssituaties te kunnen doorstaan.⁹⁶³

Het beoogde Basel IV Accord zal een verdere aanscherping brengen van de maximale leverage ratio's en meer gestandaardiseerde modellen voor het berekenen van de benodigde kapitaalvereisten en onder meer 'counter-party credit risk' en marktrisico's. Basel IV zal waarschijnlijk een ingrijpende invloed hebben op de wijze waarop banken risico's kunnen wegen en inschatten.⁹⁶⁴

De Europese Unie heeft, in tegenstelling tot de G20 en FSB, een stevige juridische basis (het EU-Verdrag) en de wetgevende bevoegdheden zijn formeel geattribueerd aan de Raad, de Commissie en het Europese Parlement. De financiële crisis, en zijn impact op de reële economie en de Europese lidstaten, heeft financiële regulering op de voorgrond geplaatst van de Europese wetgevende activiteiten. De crisis is een legitieme bedreiging gebleken voor de economieën van de lidstaten en van de interne markt. In reactie op de crisis heeft de EU, in een relatieve korte periode, de fundamentele voor een Bankenunie gecreëerd.

5.4 De Bankenunie en de implementatie van Basel III in het CRD IV-pakket

De Europese bankensector heeft sinds het midden van de jaren 2000 grote schokken te verduren gehad, veroorzaakt door de Amerikaanse sub-prime crisis en de staatsschuldencrisis. Er hebben in Europa ingrijpende reddingsoperaties plaatsgevonden en veel banken zijn failliet gegaan of moesten sluiten. Goddard et al. (2015) beschrijven vier soorten interventies die tijdens de crisisperiode hebben plaatsgehad: garantstelling van overheden voor bankschulden; herkapitalisatie; ondersteuning

957. Basel Committee on Banking Supervision, *Basel III phase-in arrangements*, zie: http://www.bis.org/bcbs/basel3/basel3_phase_in_arrangements.pdf.

958. Basel Committee on Banking Supervision, *Basel III phase-in arrangements*, zie: http://www.bis.org/bcbs/basel3/basel3_phase_in_arrangements.pdf.

959. Global Systemically Relevant Banks.

960. Banken die internationaal actief zijn en een Tier 1-kapitaal bezitten van meer dan 3 miljard euro.

961. Groep 2-banken zijn alle banken die geen G-SIB's zijn en ook geen Groep 1-bank.

962. Basel Committee on Banking Supervision, *Basel III Monitoring Report*, September 2016, p. 2.

963. Idem, p. 4; voorgaande paragraaf is een bewerking van: M.D.H. Nelemans, 'Governing banks in Europe', in: A.H. Lamers & C.M. Zoethout (red.), *De netwerksamenleving vanuit juridisch perspectief*, Zutphen: Uitgeverij Paris 2017 en M.D.H. Nelemans, 'Governing banks in Europe', Parijs, 22nd International Conference of Europeanists, 10 juli 2015.

964. Zie in detail: M. Neisen & S. Roth, *Basel IV: the next generation of risk weighted assets*, Weinheim: Wiley-VCH 2017; S. Schneider et al., *Basel 'IV': What's next for banks? Implications of intermediate results of new regulatory rules for European banks*, McKinsey & Company, april 2007, te raadplegen via: <https://www.mckinsey.com/business-functions/risk/our-insights/basel-iv-whats-next-for-european-banks>.

voor activa (waaronder maatregelen gericht op problematische activa); en toegenomen depositogaranties.⁹⁶⁵ Ten aanzien van bedragen die geïnvesteerd zijn om de bankensector te redden geven Goddard et al. aan dat tussen 1 oktober 2008 en 1 oktober 2011 de Europese Commissie 4,5 triljoen euro heeft goedgekeurd (ongeveer 37% van het GDP van de EU). Alleen al in 2008 is 3,5 triljoen euro aan steunmaatregelen goedgekeurd (28% van het GDP van de EU). Nadat de eerste nadruk had gelegen op staatssteun, verschoof de nadruk richting herkapitalisaties en activa-ondersteuning. De meeste veranderingen in depositogarantiestelsels werden in 2008 gemaakt. De Europese landen hebben niet de volledige quota aan toegestane staatsteun benut. De daadwerkelijk aangewende financiële middelen tussen 2008 en 2010 betroffen 1,6 triljoen euro (iets meer dan 13% van GDP). In 2010 en 2011 ontwikkelde de financiële crisis zich in een staatsschuldencrisis, met name in de Zuid-Europese landen Griekenland, Italië, Portugal en Spanje. Deze landen hadden in de 2000's te maken met overheidstekorten. De overheidstekorten en -schulden, bail-outs en de gevolgen van de crisis leidden tot een vertrouwenscrisis. Hierdoor ontstonden grote spreads tussen obligatie-yields en credit default swaps van landen met een surplus en landen met een tekort. Goddard et al. (2015) stellen dat de staatsschuldencrisis een continuering was van de financiële crisis, in een andere vorm. Aan de ene kant was de veronderstelling dat de bankbalansen besmet bleven met toxische activa (slechte leningen en verborgen risico's) en de risico's van toekomstige bail-outs. Aan de andere kant waren deze zelfde banken op grote schaal investeerders in overheidsschulden en de mogelijkheid dat een Europese lidstaat failliet zou kunnen gaan had een negatief effect op de staatsobligaties die Europese banken op hun balans hadden staan.⁹⁶⁶

Toen de financiële crisis in 2008 ontstond waren 27 verschillende reguleringsystemen actief die van toepassing waren op Europese banken. Dit betroffen voornamelijk nationale initiatieven met een minimaal gehalte aan Europese bankregulering.⁹⁶⁷ Dit systeem van diverse nationale regelingen was niet toereikend om een effectief antwoord te bieden op de kwesties die de financiële crisis hebben veroorzaakt, met name de systeemproblemen die gerezen zijn. De crisis heeft aangetoond dat bankfalen in de EU een bedreiging is voor andere landen die de euro als nationale munt gebruiken. De nationale initiatieven die als reactie op de crisis waren ingevoerd werden door de EC als ontoereikend gezien.⁹⁶⁸ Boccuzzi (2016) benoemt de verschillende tekortkomingen en kwetsbaarheden die tijdens de afwikkeling van failliete banken in de EU-lidstaten zichtbaar werden: 'i) de verschillende karakteristieken van de juridische modellen voor crisis management (administratief vs. juridisch); ii) het verschillende bereik (of gebrek in sommige gevallen) van instrumenten tijdens de verschillende stadia van bankencrisis en verschillende mate van betrokkenheid door toezichthouders; iii) het ontbreken van specifieke wetgeving betreffende bankgroep crises en de daaropvolgende problemen ten aanzien van het waarborgen van een globaal en verenigd perspectief van de inschatting van de

965. J. Goddard, P. Molyneux & J.O.S. Wilson, 'Banking in the European Union, deregulation, crisis and renewal', in: A.N. Berger et al. (eds.), *The Oxford Handbook of Banking*, Oxford: Oxford University Press 2015, p. 849.

966. Idem, p. 850.

967. European Commission, MEMO-13-679, 10 July 2013, p. 2.

968. European Commission MEMO-14-294, 9 March 2015, p. 1-2.

problemen die het moederbedrijf en de dochters troffen en de zoektocht naar oplossingen. De coördinatie tussen autoriteiten (die betrokken zijn bij crisismanagement) was ontoereikend tijdens crises die internationaal actieve banken raken. Dit was ook een gevolg van een gebrek aan discipline in de toedeling van insolventiekosten (lastendragen) waardoor nationale autoriteiten bescherming gaven aan activa die zich binnen de landsgrenzen bevonden (ring-fencing).⁹⁶⁹ In de meeste Europese landen zijn systeemrisico's afgewend door gebruik te maken van bail-outs, vanuit de angst dat het faillissement van banken grote negatieve effecten zouden hebben op verscheidene stakeholders.⁹⁷⁰ Boccuzzi geeft aan dat het 'too big to fail'-principe bijna standaard werd verondersteld, hoewel het nooit formeel is vastgesteld. Tot de daadwerkelijke interventies en bail-outs in 2008 plaatsvonden was er bij investeerders onduidelijkheid over de hypothetische status van bail-outs en staatsingrijpen, vanwege deze onzekerheid bleef moral hazard onder controle.⁹⁷¹

Er zijn meerdere katalysatoren aan te wijzen die geleid hebben tot de ontwikkeling van de Europese Bankenunie, waaronder de G20-verklaring 'Strengthening the financial system' van april 2009 waarin wordt opgeroepen voor striktere liquiditeitsbuffers en leverage-ratios en tevens het rapport van de De Larosière Group (uitgebracht in februari 2009). In het rapport bepleit de De Larosière Group een sterk geharmoniseerde set regels voor de Europese Unie waarmee een nieuw Europees systeem van toezicht gefaciliteerd kan worden.⁹⁷² Het rapport van de EU High Level Expert Group on Reforming the Structure of the EU Banking Sector, met als voorzitter Erkki Liikanen bracht in oktober 2012 haar rapport uit waarin wordt onderstreept dat proprietary trading en andere significante effectenhandel door banken ondergebracht zouden moeten worden in een eigen juridische entiteit, indien deze transacties een significant onderdeel uitmaken van de bankactiviteiten.⁹⁷³ In het Verenigd Koninkrijk bracht in september 2011 de Independent Commission on Banking (Vickers Commission) haar rapport uit, waarin geadviseerd wordt om nutsbank activiteiten af te schermen van zakenbankieren en investeringsbankieren. Tevens adviseerde de commissie Vickers om voor systeemrelevante banken een minimum eigen vermogen van 10% in te voeren en om kapitaalbuffers in te voeren die direct beschikbaar zijn als een bepaalde trigger plaatsvindt (contingent capital).⁹⁷⁴ De commissie adviseerde ook om te diversifiëren tussen het risicomanagement van kleine ondernemingen en grote universele banken en investeringsbanken. In de VS is met de invoering van de Dodd-Frank Act in 2010 daadwerkelijk een (tijdelijk) einde gemaakt aan proprietary trading, middels de Volcker rule.⁹⁷⁵ Het Vickers-rapport, Liikanen-rapport en de Dodd-Frank Act hebben over-

969. G. Boccuzzi, *The European Banking Union – supervision and resolution*, London: Palgrave MacMillan 2016, p. 13-14 (citaat/eigen vertaling).

970. Idem, p. 14.

971. Idem, p. 14.

972. G20 Leaders, *Declaration on strengthening the financial system – London summit*, 2 April 2009, p. 2-3; The High-level group on financial supervision in the EU, *Report*, Brussels: 25 February 2009, p. 27.

973. High-level expert group on reforming the structure of the EU banking sector – chaired by Erkki Liikanen, *Final report*, Brussels: 2012, p. 96.

974. The independent commission on banking: the Vickers report, *Final Report – recommendations (Vickers report)*, September 2011, p. 13.

975. A.N. Rechtschaffen, *Capital markets, derivatives and the law, evolution after the crisis*, Oxford: Oxford University Press 2014, p. 29; Goddard et al. 2015, p. 863.

eenkomstig dat zij alle drie pleiten voor een restrictie op investeringsbanken en een loskoppeling van depositobankieren en investeringsbankieren.⁹⁷⁶

Toen de Europese Commissie in juni 2012 de beslissing nam om een Europese Bankenunie op te richten was de eerste doelstelling het verstevigen van de weerbaarheid van het Europese financiële systeem.⁹⁷⁷ De verwevenheid van slechte bankleningen en staatsschulden moest aangepakt worden omdat deze wisselwerking ten grondslag lag aan de transitie van een financiële crisis in een soevereine staatsschuldencrisis. Als reactie op de financiële crisis heeft de Europese Commissie meerdere initiatieven ontplooid, met als meest prominente ontwikkeling het opstellen van een Single Rulebook.⁹⁷⁸ De doelstelling van het single rulebook is een gelijke regulering van financiële instellingen in alle 28 lidstaten van de EU. Baglioni (2016) beschrijft de drie belangrijkste doelstellingen voor het oprichten van de Bankenunie: i) het verminderen van de fiscale gevolgen van bankreddie-operaties; ii) het doorbreken van de wederzijdse link tussen financiële risico's in de bankensector en soevereine actoren en iii) het bereiken van een hoger niveau van toezicht-convergentie.⁹⁷⁹ Er kan een ongezonde vicieuze cirkel ontstaan tussen een kwetsbare bankensector en staten met een grote schuldenlast. De basisdoelstellingen van de Bankenunie zijn door de Europese Commissie als volgt samengevat: i) het versterken van het kapitaal en de liquiditeit van banken; ii) meer effectief overzicht en toezicht; iii) het verminderen van de afhankelijkheid van credit ratings; iv) een Single Rulebook met daarin onder meer regelingen ten aanzien van beloningen; v) het beëindigen van 'too big to fail'; vi) de risico's onderkennen van het schaduwbankwezen; vii) een effectief afwikkelingssysteem waarin depositohouders worden beschermd; viii) meer veilige en transparante financiële markten en ix) het voorkomen en straffen van marktmisbruik.⁹⁸⁰

De wettelijke basis van de Bankenunie zijn art. 114 en 127 (6) TFEU. De Bankenunie wordt gezien als een essentiële toevoeging aan de Europese economische en monetaire unie en de interne markt. Het plaatsen van de bankensector in de sfeer van de EMU en interne markt maakt het juridisch mogelijk om het toezicht, de afwikkeling en bekostiging op Europees niveau te plaatsen en dwingt banken om dezelfde regels na te leven. Dit systeem moet banken dwingen om een verantwoord risicobeleid te hebben en om banken voor de eigen verliezen te laten betalen en dat banken failliet kunnen gaan zonder kosten voor belastingbetalers. In deze basisgedachte is duidelijk het reactieve karakter van de Bankenunie zichtbaar: een preventie van een volgende crisis en – in geval van bankfaillissementen – minimale

976. I. Crowther & I. Esturk, 'Post-crisis bank regulation and financialized bank business models', in: I. Esturk & D. Gabor (eds.), *The Routledge companion to banking regulation and reform*, Oxon: Routledge 2017, p. 15.

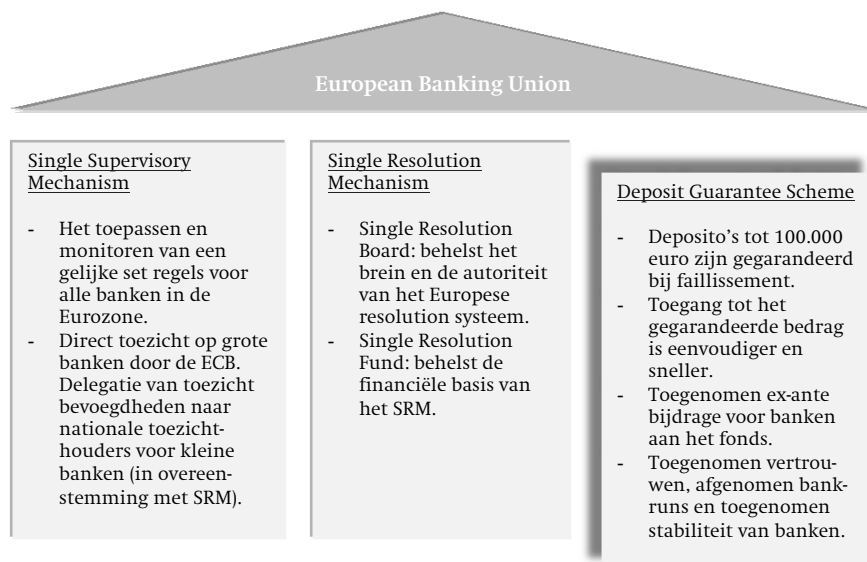
977. Zie ook: N. Veron, 'The economic consequences of Europe's Banking Union', in: D. Busch & G. Ferrarini (eds.), *European Banking Union*, Oxford: Oxford University Press 2015, p. 34 e.v.

978. Zie ook: G. Ferrarini & F. Recine, 'The Single Rulebook and the SSM – should the ECB have more say in prudential rule-making?', in: D. Busch & G. Ferrarini (eds.), *European Banking Union*, Oxford: Oxford University Press 2015, 118 e.v.

979. A. Baglioni, *The European Union, a critical assessment*, London: Palgrave Macmillan 2016, p. 7.

980. European Commission Memo 14-294, *Banking Union: restoring financial stability in the Eurozone*, 9 March 2015, p. 1.

lasten voor belastingbetalers.⁹⁸¹ De chronologische totstandkoming van de Bankenunie begon toen in juni 2012 door de Europese Raad werd verklaard dat een Bankenunie noodzakelijk was om te waarborgen dat het banktoezicht in alle EU-lidstaten op een gelijkwaardige wijze effectief is in het verlagen van de kans dat banken failliet gaan.⁹⁸² In december 2012 werden door de President van de Europese Raad, de Presidenten van de Europese Commissie, de Europese Centrale Bank en de Eurogroep definitieve afspraken gemaakt voor een specifieke agenda en stappenplan om te komen tot een daadwerkelijke Europese Monetaire Unie. Een Bankenunie werd als onmisbare schakel van dit geïntegreerde financiële framework gezien. De architectuur van de Bankenunie kan gevisualiseerd worden vanuit een pilarenstructuur.⁹⁸³



Eind 2012 werd politieke consensus bereikt over de eerste pilaar van de Bankenunie, een Single Supervision Mechanism (SSM) dat van toepassing zou worden op alle banken in de Eurozone.⁹⁸⁴ Het SSM is vanaf 4 november 2014 operationeel geworden, landen die niet tot de Eurozone behoren, kunnen vrijwillig onder het toezicht-regime vallen.⁹⁸⁵ Het SSM maakt de ECB de supranationale toezichthouder van de grootste banken in de Eurozone, 127 per november 2016. Deze banken worden gezien als significant. Een andere duiding kan zijn: systeemrelevant (zij die niet

981. D. Howarth & L. Quaglia, *The political economy of European Banking Union*, Oxford: Oxford University Press 2016, p. 25 e.v.; Sum 2016, p. 95; B. Farkas, *The aftermath of the global crisis in the European Union*, Newcastle upon Tyne: Cambridge Scholars Publishing 2013, p. 125.

982. Raad van Europa, 'Towards a genuine economic and monetary union', 2012; zie ook: Baglioni 2016, p. 1.

983. Afbeelding: <http://en.finance.sia-partners.com/single-resolution-mechanism-european-life-and-death>.

984. Zie ook: Andenas & Chiu 2014, p. 430.

985. European Central Bank, *Feedback statement*, Frankfurt: October 2014, p. 19-20.

failliet mogen gaan).⁹⁸⁶ Het toezicht voor alle andere banken blijft de verantwoordelijkheid van de nationale toezichthouders, onder auspiciën van de ECB. De basis van het ECB-toezicht zijn de SSM-Verordening en SSM-Richtlijn.⁹⁸⁷ De criteria waarmee bepaald wordt of een bank onder direct ECB-toezicht valt zijn gebaseerd op de grootte van de bank, het economische belang, de grensoverschrijdende activiteiten en de mogelijke afhankelijkheid van directe overheidssteun.⁹⁸⁸ Gegeven de aard van de criteria kan het aantal significante banken mettertijd veranderen. Ook heeft de ECB de bevoegdheid om op ieder moment een bank als significant aan te merken als dit in het belang geacht wordt van effectief toezicht. De tweede pilaar van de Bankenunie wordt gevormd door het Single Resolution Mechanism (SRM), gericht op een ordelijke afwikkeling van failliete banken met minimale kosten voor belastingbetalers in de Eurozone en minimale schade voor de reële economie.⁹⁸⁹ Het bereik van het SSM is in overeenstemming met het SRM: er is een centraal orgaan, het Single Resolution Board (SRB), dat verantwoordelijk is voor de beslissing om een bank af te wikkelen. Operationeel gezien wordt de beslissing afgestemd met de nationale resolutieautoriteit. De SRB startte op 1 januari 2015 en is sinds 2016 volledig operationeel. Het uitgangspunt van de Bankenunie is dat failliete banken gered of afgewikkeld worden door een bail-in, bekostigd door de aandeelhouders van een bank en – indien nodig – de depositohouders van een bank.⁹⁹⁰ Met het SRM is een derde optie beschikbaar gekomen, namelijk het Single Resolution Fund, dat valt onder de verantwoordelijkheid van het SRB. Als het SRF zijn maximale omvang heeft bereikt zal het 55 miljard euro bevatten, wat gelijk is aan 1% van de gedekte deposito's in de Eurozone. De bijdragen aan het SRF worden door banken over een periode van acht jaar gedaan.⁹⁹¹

Het fundament van het Single Rulebook, en daarmee de belangrijkste materiële wetgeving van de Bankenunie, wordt gevormd door de vierde Capital Requirements Directive (CRD)⁹⁹² en Capital Requirements Regulation (CRR),⁹⁹³ de Bank Recovery

986. Over banken met een significante grootte, zie: A. Cambell & P. Moffat, 'Large scale bank insolvencies and the challenges ahead', in: M. Haentjens & B. Wessels (eds.), *Research handbook on crisis management in the banking sector*, Cheltenham: Edward Elgar 2015, p. 55 e.v.; zie ook: Joosen 2015, p. 13.

987. Verordening (EU) nr. 1024/2013 van de Raad van 15 oktober 2013 waarbij aan de Europese Centrale Bank specifieke taken worden opgedragen betreffende het beleid inzake het prudentieel toezicht op kredietinstellingen (SSM-Verordening); Richtlijn 2014/59/EU van het Europees Parlement en de Raad van 15 mei 2014 betreffende de totstandbrenging van een kader voor het herstel en de afwikkeling van kredietinstellingen en beleggingsondernemingen (SSM-Kaderrichtlijn). Zie ook: E. Wymeersch, 'The Single supervisory mechanism: institutional aspects', in: D. Busch & G. Ferrarini (eds.), *European Banking Union*, Oxford: Oxford University Press 2015, p. 103 e.v.; B. Bierman & L.J. Silverentand, 'De juridische en praktische gevolgen van het SSM: van het Frederiksplein naar de Kaiserstrasse', *Tijdschrift voor Financieel Recht* 2014-11, p. 441 e.v.

988. Howarth & Quaglia 2016, p. 92.

989. Zie ook: G.S. Zavvos & S. Kaltsoouni, 'The Single-resolution mechanism in the European Banking Union: legal foundations, governance structure and financing', in: M. Haentjens & B. Wessels (eds.), *Research handbook on crisis management in the banking sector*, Cheltenham: Edward Elgar 2015, p. 117 e.v.

990. Zie ook: B.P.M. Joosen, 'Regulatory capital requirements and bail-in mechanisms', in: M. Haentjens & B. Wessels (eds.), *Research handbook on crisis management in the banking sector*, Cheltenham: Edward Elgar 2015, p. 175-177.

991. J.A. Lybeck, 'Resolution of failing banks in the European banking union: finishing the job or going back to the drawing board?', in: J.E. Castaneda et al. (eds.), *European Banking Union: prospects and challenges*, Oxon: Routledge 2016, p. 194.

992. Te raadplegen via: <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/NL/TXT/?uri=celex%3A32013L0036>.

993. Te raadplegen via: <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/NL/TXT/?uri=celex%3A32013R0575>.

and Resolution Directive (BRRD)⁹⁹⁴ en de Deposit Guarantee Scheme Directive (DGSD).⁹⁹⁵ De CRD IV heeft als wettelijke basis art. 53(1) TFEU en de verordening is gebaseerd op art. 114 TFEU. De regels uit de richtlijn vormen niet de essentie van het Single Rulebook. In de richtlijn wordt geregeld: i) prudentieel toezicht; ii) aanvullende regels omtrent kapitaalbuffers; iii) corporate governance; iv) sancties; v) de start en het voeren van een onderneming en vi) de vrijheid van vestiging en verplaatsing.⁹⁹⁶ De verordening bevat de gedetailleerde prescriptieve bepalingen die het Single Rulebook vormen en daarmee de supranationale wettelijke basis van de Bankenunie. Het hart van de Bankenunie is neergelegd in de verordening: i) kapitaaleisen; ii) liquiditeitseisen; iii) maximale leverage-ratio's; iv) counterparty kredietrisico's; v) grote blootstellingen en vi) eisen aan disclosures.⁹⁹⁷ De regels in de verordening hebben betrekking op het functioneren van de Europese financiële markten en zijn gericht op het vergroten van de stabiliteit van het bancaire systeem met een nadruk op de bescherming van depositohouders en beleggers. De richtlijn diende geïmplementeerd te worden in de rechtsstelsels van de lidstaten, terwijl de verordening direct in de nationale rechtsstelsels doorwerkt, hiermee worden conflicterende nationale bepalingen terzijde geschoven.

Een belangrijk instrument in de tweede pilaar van de Bankenunie is de Bank Recovery and Resolution Directive, door het Parlement aangenomen in mei 2014.⁹⁹⁸ Met de BRRD is een framework gecreëerd voor het herstellen of afwikkelen van kredietinstellingen en investeringsbanken die failliet dreigen te gaan, op een wijze die niet belastend is voor belastingbetalers.⁹⁹⁹ De BRRD is van toepassing op alle banken in de 28 lidstaten en biedt een alternatief voor de reguliere insolventieprocedures die de verantwoordelijke autoriteiten voor een ingewikkelde keuze plaatsen: of een bank failliet laten gaan, of een bail-out inzetten. Het faillissement van een bank heeft veel schadelijke effecten, zoals het verlies van vertrouwen in de bankensector; schade voor de reële economie; en besmettingsgevaar voor andere banken (vanwege blootstellingen en verwachtingspatronen).¹⁰⁰⁰ Een systeemrelevante bank heeft voorts veel contractuele verplichtingen ten opzichte van counterparties wat kan resulteren in grote verliezen voor derden. Het betalingssysteem kan ook in gevaar komen als een systeemrelevante bank failliet gaat, in de systemen voor de afwikkeling van betalingen en effectenhandel kunnen banken enorme verplichtingen richting andere banken opbouwen, wanneer deze verplichtingen niet tijdig worden nagekomen dan ontstaan schadelijke kettingreacties.¹⁰⁰¹ Naast deze sys-

994. Te raadplegen via: <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/NL/TXT/?uri=CELEX:32014L0059>.

995. Te raadplegen via: <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/NL/TXT/?uri=CELEX%3A32014L0049>.

996. European Commission, Memo 13-690, Capital Requirements – CRD IV/CRR – FAQ, 16 July 2013, p. 7.

997. Idem, p. 7.

998. Richtlijn 2014/59/EU van het Europees Parlement en de Raad van 15 mei 2014 betreffende de toestandbrenging van een kader voor het herstel en de afwikkeling van kredietinstellingen en beleggingsondernemingen (BRRD-Richtlijn).

999. Zie ook: V. Troiano, 'Cross-border cooperation between resolution authorities in the BRRD', in: M. Haentjens & B. Wessels (eds.), *Research handbook on crisis management in the banking sector*, Cheltenham: Edward Elgar 2015, p. 103.

1000. S.L. Schwarzc, 'Systemic Risk', *The Georgetown Law Journal*, Vol. 97, p. 198; X. Freixas, L. Laeven & J.-L. Peydro, *Systemic risk, crises and macroprudential regulation*, Cambridge: The MIT Press 2016, p. 114.

1001. A. Gottesman & M. Leibrock, *Understanding systemic risk in global financial markets*, Hoboken: John Wiley & Sons 2017, p. 3.

teemeffecten heeft het faillissement van een bank een ingrijpende invloed op het vertrouwen van depositohouders.¹⁰⁰² Er kan een bezorgdheid ontstaan over de liquiditeit en solvabiliteit van een bank. Baglioni (2016) verwijst hierbij naar het vertrouwen van klanten dat een bank zijn verplichtingen kan nakomen. Het ontbreken van dit vertrouwen leidt tot een bankrun, die kan uitmonden in een ‘self fulfilling prophecy’, waarin het gedrag van depositohouders gedreven wordt door hun overtuiging. Op deze wijze kan een liquiditeitscrisis ontstaan, die het gevolg is van het wegvallen van vertrouwen door het faillissement van een belangrijke financiële instelling.¹⁰⁰³

In de BRRD wordt een onderscheid gemaakt tussen herstel en afwikkeling. De herstelactie is erop gericht om de bank, na een financieel bedreigende periode, weer in een degelijke gezonde financiële positie te brengen, zonder het gebruik van publieke financiële middelen en zonder interventies door de overheid die privaatrechtelijke afspraken doorkruisen. De afwikkeling is een procedure waarin de continuïteit van een bank wordt beoogd door aanpassingen van de contractuele verplichtingen die door de toezichthouders kunnen worden opgelegd, zoals de conversie van schuld naar eigen vermogen, het verminderen in waarde van schulden (write-down). In de resolutieprocedure is het mogelijk om publieke financiële middelen aan te wenden.¹⁰⁰⁴

In 2017 heeft de Bankenunie officieel vooralsnog twee pilaren, het Europese depositogarantstelsel dat de derde pijler vormt is nog geen feit.¹⁰⁰⁵ Het Single Supervisory Mechanism is volledig operationeel en het Single Resolution Mechanism wordt geïmplementeerd via het Single Resolution Board en de graduele uitbreiding van de nationale middelen ten behoeve van het Single Resolution Fund. De derde pilaar ontbreekt omdat er op dit moment nog geen sprake is van een Europees Depositogarantstelsel. Wel zijn er grote stappen gezet in de verdere harmonisatie van nationale regels en de instellingen die verantwoordelijk zijn voor de bescherming van depositohouders. De Europese depositogaranrichtlijn uit 2014 heeft de reguleringsconvergentie aanzienlijk vergroot, door de introductie van uniforme principes die toegepast dienen te worden in de EU-lidstaten.¹⁰⁰⁶ De belangrijkste regel uit de richtlijn is dat banken ex-ante moeten bijdragen aan het financieren van de depositogaranties, voordat de betalingen aan de spaarders en probleembanken uitgevoerd worden. Banken dienen risico-gerelateerde verzekeringspremies te betalen aan het orgaan dat het depositogarantstelsel beheert.¹⁰⁰⁷ De richtlijn is momenteel slechts een manier om nationale depositogarantstelsels te coördineren; er heeft politieke weerstand plaatsgevonden tegen een gezamenlijke pool van financiële middelen verdeeld over de lidstaten. Baglioni geeft aan dat dit een spijtige ontwikkeling is, omdat een gezamenlijke pool van middelen zou garanderen dat de Eurozone landen

1002. Hull 2015, p. 16.

1003. Baglioni 2016, p. 84.

1004. Zie ook: Troiano 2015, p. 110-116; Sum 2016, p. 95-97.

1005. Zie ook: Kastelein 2014, p. 37.

1006. Richtlijn 2014/49/EU.

1007. Baglioni 2016, p. 111.

beschermd zouden zijn door een meer weerbaar, geloofwaardig en fiscaal neutraal systeem voor depositobescherming.¹⁰⁰⁸

De juridische basis van het Europese systeem voor financieel toezicht is na de crisis verstevigd. Over de introductie van het hernieuwde systeem in 2011 stelt Joosen (2015) dat het:

‘(...) wordt beschouwd als een hoeksteen van alle maatregelen die er in Europees verband zijn getroffen in het kader van en naar aanleiding van de getrokken lessen na de financiële crisis. De omzetting van de zwakkere mandaten van de Europese comités voor de financiële sector in een robuust raamwerk dat deze comités omvormde tot ‘autoriteiten’ is een belangrijke eerste stap in de richting van een gecentraliseerde en gecoördineerde Europees toezicht op alle onderdelen van de financiële sector.’¹⁰⁰⁹

De European Banking Authority en European Systemic Risk Board zijn supranationale organen die na de crisis een belangrijke rol spelen in het vernieuwde financiële toezichtstelsel, waarin macroprudentiële ontwikkelingen en systeemrisico's nadrukkelijk onderkend zijn.¹⁰¹⁰ De ontwikkeling die is ingezet naar aanleiding van de aanbevelingen van de commissie De Larosière, om te komen tot een verder geharmoniseerde Europese financiële sector, heeft in kort bestek gestalte gekregen. De Bankenunie kent echter een lange voorgeschiedenis en kan teruggebracht worden tot 1992.¹⁰¹¹ De juridische basis van het Single Supervisory Mechanism is gekoppeld aan de uitbreiding van de aan de ECB toegekende prudentiële taken, (op basis van art. 127 (6) TFEU). Het EU-Verdrag kent geen vergelijkbare wettelijke basis voor de vestiging van een European Resolution Authority. De Europese Commissie heeft het Single Resolution Mechanism gebaseerd op de wetgevende bevoegdheid van art. 114 TFEU.¹⁰¹² Dit artikel kan gebruikt worden voor wetgeving die gericht is op het functioneren van de interne markt. Het artikel kan echter niet gebruikt worden voor de oprichting van Europese instanties, de meeste Europese instanties zijn opgericht door gebruik te maken van art. 352 TFEU, de flexibele clausule. Echter in recente jaren is hierop een uitzondering gemaakt, the European Supervision Authorities zijn gebaseerd op art. 114 TFEU.¹⁰¹³ Het Europese Hof van Justitie heeft bepaald dat de Europese wetgever een ruime bevoegdheid heeft bij het hanteren van de harmonisatie-techniek gericht op het bereiken van gewenste resultaten, dit geldt in het bijzonder ten aanzien van complexe technische kwesties. Aangezien de afwikkeling van banken complex is heeft de Europese wetgever een resolutieautoriteit mogen oprichten met het oog op de harmonisatie van Europese

1008. Baglioni 2016, p. 112.

1009. B.P.M. Joosen, *Bankwetgeving na de financiële crisis, is het genoeg?* (oratie), Amsterdam: Vossiuspers 2015, p. 16.

1010. Andenas & Chiu 2014, p. 49.

1011. Zavvos & Kaltsouni 2015, p. 118.

1012. Op deze constructie is kritiek geuit, zie ook: Zavvos & Kalsouni 2015, p. 121 e.v.; Howarth & Quaglia 2016, p. 123; R. Bismuth, 'The federalisation of financial supervision in the US and the EU: a historical-comparative perspective', in: M. Andenas & G. Diepenbrock (eds.), *Regulating and supervising European financial markets: more risks than achievements*, London: Springer 2016, p. 245.

1013. Zie verder: Kastelein 2014, p. 82.

resolutieprocessen.¹⁰¹⁴ Bij de oprichting van de SRB en SRM was het noodzakelijk om te stellen en onderbouwen dat beide gericht zijn op het verbeteren van het functioneren van de interne markt (in het kader van harmonisatieprocessen in de EU).¹⁰¹⁵ De directe relatie tussen de Single Resolution Mechanism en de Bank Recovery and Resolution Directive heeft geholpen om de juridische basis van het SRM te verstevigen. Met de SRM en BRRD wordt een level-playing field in Europa beoogd, een alternatief zou regulatory-arbitrage opleveren.¹⁰¹⁶ De SRM-Regulering bevat de overtuigende stelling dat het noodzakelijk is voor de interne markt voor financiële dienstverlening dat een uniform effectief resolutiemechanisme bestaat in de EU (inclusief het gebruik van een fonds dat op EU-niveau gevormd is).¹⁰¹⁷

In het Single Resolution Mechanism zijn meerdere organen actief: de SRB,¹⁰¹⁸ de ECB, de Europese Commissie, de nationale toezichthouders en de ESM. Zavvos en Kaltsouni stellen dat met een wijziging van het EU-Verdrag een stevigere juridische basis gegeven zou kunnen worden aan de SRM, door de vorming van een gecentraliseerde Europese Resolutie autoriteit, waarmee de fragiele juridische constructie aangepast zou kunnen worden.¹⁰¹⁹ Het Single Rulebook is voornamelijk een politiek instrument, meer dan een juridisch concept. Het Single Rulebook omvat een veelvoud aan wet- en regelgeving en standaarden. De kern van het Single Rulebook wordt gevormd door het CRD IV-pakket, de Capital Requirements Directive en het Deposit Guarantee Scheme Directive.¹⁰²⁰ De financiële crisis en Europese staatschuldencrisis heeft een overdracht van soevereiniteit gebracht ten aanzien van veel wetgevings- en reguleringsbevoegdheden die oorspronkelijk tot de sfeer van de lidstaten behoorden. Het financiële toezichtrecht, faillissementsrecht, sanctierecht, contractenrecht (in de financiële sector) wordt in toenemende mate centraal vanuit Europa genormeerd. De crisis was een directe bedreiging voor de interne markt en de ingrijpende wetgevingsacties zijn begrijpelijk vanuit het oogpunt van crisespreventie. Een analyse van de subsidiariteit en proportionaliteit van de Bankenunie in het licht van het EU-recht ligt buiten het bereik van dit onderzoek. De transformatie van soft law in hard law is echter een centraal thema en deze ontwikkeling heeft zich nadrukkelijk voorgedaan in de Bankenunie.¹⁰²¹

1014. Omdat het triggeren en daadwerkelijk afwikkelingen van banken gespecialiseerde kennis en een snelle reactietijd vereist, is de Europese wetgever bevoegd om het Europese agentschap bevoegdheid toe te kennen.

1015. Zavvos & Kaltsouni 2015, p. 123-124.

1016. K. Liberadzki & M. Liberadzki, *Hybrid securities – structuring, pricing and risk assessment*, New York: Palgrave MacMillan 2016, p. 19; Kastelein 2014, p. 16-17.

1017. Verordening (EU) nr. 806/2014 van het Europees Parlement en de Raad van 15 juli 2014 (SRM-Verordening).

1018. Over de SRB en de eerste keer dat resolutiemaatregelen zijn genomen (op 7 juni 2017), zie: M. Haentjens, 'Nieuw afwikkelingsregime als katalysator van Europese integratie', *TFR* 2017-7/8, p. 297 e.v.

1019. Zavvos & Kaltsouni 2015, p. 148.

1020. C. Schmidt, 'Toward Banking Union in Europe: an interim assessment', in: T. Azarmi & W. Amann (eds.), *The financial crisis: implications for research and teaching*, London: Springer 2016, p. 96.

1021. Zie ook: C. Brummer, 'Introduction: key theoretical parameters of the soft law debate', in: F. Weiss & A. Kammel (eds.), *The changing landscape of global financial governance and the role of soft law*, Leiden: Brill Nijhoff 2015, p. xxi; P. Weismann, *European agencies and risk governance in EU Financial Market Law*, Oxon: Routledge 2016, p. 199-200; T. Duijkersloot, 'The principle of legality and the "soft law" regulation and supervision of financial markets', in: L.F.M. Besselink et al. (eds.), *The eclipse of the legality principle in the European Union*, Alphen aan den Rijn: Kluwer Law International 2011, p. 176 e.v.

Het Basel III-akkoord bevat aangescherpte kapitaal-, liquiditeit- en leverage-eisen en deze zijn integraal geïmplementeerd in het CRD IV-pakket. Quaglia (2014) benoemt de drie relevante verschillen tussen de drie Bazelse akkoorden (internationale regels) en de CRD's (Europese wetgeving): i) de Bazelse akkoorden zijn 'gentlemen agreements' die vrijwillig ondertekend zijn door de leden van het Basel Committee on Banking Supervision en vervolgens geïmplementeerd in de nationale wetgevingssystemen en andere jurisdicties (Basel II werd geïmplementeerd in 100 jurisdicties), terwijl de CRD's alleen in de EU-lidstaten gelden; ii) de Bazelse akkoorden zijn soft law instrumenten, ze zijn naar hun aard en gelding niet juridisch bindend en iii) de Bazelse akkoorden zijn alleen van toepassing op banken die internationaal actief zijn, terwijl de CRD's van toepassing zijn op alle banken, ook als ze alleen nationaal actief zijn.¹⁰²² Omdat de EU aan het einde van de tachtiger jaren nog geen eigen wetgeving had op het gebied van kapitaaleisen werd besloten om Basel I om te zetten in juridisch bindende regelgeving in de vorm van de Own Fund Richtlijn en de Solvency Richtlijn.¹⁰²³

Het implementeren van internationale regels maakte het voor de EU mogelijk om uniforme maatstaven in te voeren, omdat het niet mogelijk bleek om binnen de EU tot consensus te komen, mede vanwege de verschillende reguleringsystemen in de lidstaten.¹⁰²⁴ De prudentiële regels voor banken zijn in 1993 uitgebreid zodat deze ook voor beleggingsinstellingen gelden. Met de invoering van de Investment Services Directive in 1993 werd het voor beleggingsinstellingen mogelijk om, met toestemming van de nationale toezichthouders, vestigingen te openen en diensten aan te bieden in andere lidstaten. Het invoeren van de CRD was een voorwaarde voor beleggingsinstellingen om het paspoort te bemachtigen waarmee in de EU zaken gedaan konden worden. Quaglia stelt dat de eerste CRD een moeizaam bevochten proces was, omdat geen consensus bereikt kon worden over de vereiste kapitaaleisen voor beleggingsinstellingen.¹⁰²⁵ Het Basel II-akkoord werd in juni 2004 gepubliceerd en hiermee werd een 'drie pilaren'-structuur ingevoerd: i) minimumkapitaal, ii) toezicht en iii) marktdiscipline. In de eerste pilaar wordt voornamelijk aandacht geschonken aan de verschillende soorten risico's waaraan banken bloot staan: kredietrisico's, operationele risico's en marktrisico's. De tweede pilaar behelst een verbetering van het instrumentarium van de nationale toezichthouders en is eveneens risico-gebaseerd, met onder meer een framework om adequaat om te kunnen gaan met systeemrisico's, pensioenrisico's, concentratierisico's, strategische risico's, reputatierisico's, liquiditeitsrisico's en juridische risico's.¹⁰²⁶ De derde pilaar onder Basel II is complementair aan de minimum kapitaal- en liquiditeitseisen en behelst een set regels gericht op de verklaring van financiële instellingen over de toepassing van deze minimumeisen, zodat marktparticipanten zich hierover

1022. Quaglia 2014, p. 46-47.

1023. Zie ook: J. Badics et al., 'Financial regulation in Hungary', in: R. Kattel et al. (eds.), *Financial regulation in the European Union*, Oxon: Routledge 2016, p. 170.

1024. Quaglia 2014, p. 47.

1025. Quaglia 2014, p. 47-48.

1026. Basel Committee on banking supervision, *International convergence of capital measurement and capital standards – a revised framework*, Basel, June 2004 (Basel II), te raadplegen via: <http://www.bis.org/pub/bcbs128.pdf>.

een oordeel kunnen vormen. Basel II is tijdens en na de crisis bekritiseerd en er is betoogd dat het framework ontoereikend is gebleken gezien de ernst en omvang van de crisis.¹⁰²⁷ De OECD concludeerde dat het Basel-framework heeft uitgenodigd tot ongebruikelijke handelspraktijken en heeft bijgedragen aan systemische schokken die tot de crisis hebben geleid.¹⁰²⁸ Kapitaaleisen die gebaseerd zijn op risico-gewogen activa stimuleren het ontwikkelen van producten die regulerings-eisen omzeilen en halen daarmee de bank weg van zijn basis, zijnde haar economische functie. De aangescherpte risico-gewogen kapitaaleisen van Basel II hebben bijgedragen aan de ontwikkeling waarbij banken regulering trachten te omzeilen. Quaglia (2014) beschrijft twee knelpunten die speelden bij de onderhandeling over CRD I, namelijk de rol en bevoegdheden van de geconsolideerde toezichthouder voor grensoverschrijdende groepen. De toezichthouder in het land waar de moedermaatschappij gevestigd is zou de toezichthouder van het hele concern zijn, in het V.K. en Duitsland bestond de voorkeur voor een 'lead supervisor', omdat bij een geconsolideerde toezichthouder hun activiteiten toch onder de jurisdicties van verschillende toezichthouders zouden vallen. Het voorstel voor een 'lead supervisor' is destijds succesvol bestreden door nationale toezichthouders die hun invloed niet gereduceerd wilden zien.¹⁰²⁹ De tweede kwestie rond de implementatie van Basel II had te maken met het trading book van beleggingsmaatschappijen. De kapitaaleisen voor effectenhandel hadden de bijzondere aandacht van associaties van internationale beleggingsmaatschappijen en investeringsbanken en de Britse autoriteiten.

Er heeft uiteindelijk een goede afstemming plaatsgevonden en de CRD I is in juni 2006 aangenomen en trad begin 2007 in werking. CRD I bestaat uit de Bankenrichtlijn (2006/48/EC) en de Capital Adequacy Richtlijn (2006/49/EC). Op 16 september 2009 zou de Raad en het Europese Parlement officieel de Richtlijn 2009/111/EC aannemen. Deze richtlijn vormt in combinatie met Richtlijn 2009/27/EC en 2009/83/EC het CRD II-pakket, gericht op het vergroten van de financiële degelijkheid van banken en beleggingsondernemingen. Als reactie op de financiële crisis werd op 24 november 2010 de Richtlijn 2010/76/EU uitgevaardigd, gericht op de kapitaaleisen voor het trading book en voor hersecuritisaties en de review van het toezicht op beloningspraktijken. CRD III diende in twee fasen te worden geïmplementeerd, de eerste fase had betrekking op het beloningsbeleid en de uitbreiding van al bestaande minimum kapitaaleisen. Deze bepalingen dienden per 1 januari 2011 te worden geïmplementeerd, voor het resterende deel gold een implementatiedeadline van 31 december 2011. Een groot verschil tussen het CRD IV-pakket,¹⁰³⁰ dat in werking trad op 17 juli 2013, en de eerdere Europese kapitaalrichtlijnen betreft het feit dat de belangrijkste regels betreffende kapitaal, liquiditeit en leverage in een verordening zijn geplaatst. Om deze reden was geen sprake van afwijkingsmogelijkheden in de lidstaten, omdat de kapitaalverordening directe werking heeft.

1027. R. Goldbach, *Global governance and regulatory failure: the political economy of banking*, New York: Palgrave Macmillan 2015, p. 164; P. Pelzer, *Risk, Risk management and regulation in the banking industry: the risk to come*, Oxon: Routledge 2013, p. 164.

1028. OECD, *Systemically Important banks and capital regulation challenges*, Paris: December 2011, ECO/WKP (2011) 85, p. 2, te raadplegen via: [http://www.oecd.org/officialdocuments/publicdisplaydocumentpdf/?cote=ECO/WKP\(2011\)85&docLanguage=En](http://www.oecd.org/officialdocuments/publicdisplaydocumentpdf/?cote=ECO/WKP(2011)85&docLanguage=En).

1029. Quaglia 2014, p. 48.

1030. Regulation (EU) No 575/2013 en Directive 2013/36/EU.

Door gebruik te maken van het instrument verordening in plaats van een richtlijn is automatisch sprake van een gelijk speelveld in de Eurozone.¹⁰³¹ Er is kritiek geleverd op de Europese Commissie voor deze keuze, mede omdat de maximumeisen in de CRR gesteld zijn op de minimumeisen uit Basel III.¹⁰³² De overgang van Basel II naar Basel III is als ingrijpend betiteld. Onderzoek van McKinsey wijst uit dat Europese banken 1,1 triljoen Tier 1-kapitaal moeten aantrekken en 1,3 triljoen aan liquide middelen die op korte termijn beschikbaar zijn en 2,3 triljoen aan lange termijn financiering voor 2019. Als deze cijfers vergeleken worden met de VS dan blijkt dat aldaar 870 miljard Tier 1-kapitaal, 800 miljard liquide middelen en 3,2 triljoen lange termijn financiering verplicht gesteld is.¹⁰³³ In deze berekening is de impact op G-SIFI's nog niet meegenomen. De aangescherpte kapitaaleisen resulteren in 4% minder 'return on equity' in Europa en 3% in de VS.¹⁰³⁴ Joosen (2015) stelt dat significante leemtes bestonden in Basel II en dat het akkoord maar weinig bepalingen bevatte gericht op kwalitatieve kapitaaleisen.¹⁰³⁵ Basel III is vastgesteld als een uitbreiding van Basel II en is gericht op internationaal actieve banken. De revisie is in het bijzonder gericht op het vergroten van de schokbestendigheid van banken en het verbeteren van de kwaliteit, consistentie en transparantie van de kapitaalbasis van banken.¹⁰³⁶ Een belangrijke doelstelling van het Basel Committee on Banking Supervision was de regeling dat opbrengsten van banken aangewend dienen te worden om de kapitaalpositie te verstevigen alvorens deze uit te keren aan investeerders en aandeelhouders (the conservation of capital). Basel III introduceerde ook geharmoniseerde regels inzake de vaststelling van de componenten waaruit het kapitaal van banken bestaat. De voordelen van dit systeem zijn een betere vergelijking mogelijk te maken tussen de kapitaalopbouw van banken onderling en ten aanzien van de verslaggeving op basis waarvan de kracht van banken kan worden vastgesteld en hun vermogen om externe of interne tegenvallers op te vangen.¹⁰³⁷ Het Basel III-kapitaal-framework introduceerde regels voor bankkapitaal vanuit kwantitatief perspectief, met tevens een nadruk op de kwalitatieve aspecten van het bankkapitaal.¹⁰³⁸ Het systeem is gebaseerd op een vergelijking tussen de activa van een bank en haar kapitaal gericht op een vaststelling van het vermogen om verliezen en schokken op te vangen. De regels omtrent Tier 2 Capital en Tier 1 Capital, dat is opgebouwd uit Common Equity Tier 1 (CET1) en Additional Tier1 (AT1), zijn neergelegd in de kapitaalverordening CRR. Tier 2-kapitaal is samengesteld uit hoger aanvullend kapitaal in de vorm van cumulatief preferente aandelen met onbepaalde looptijd, schulden met een onbepaalde looptijd en herwaarderingsreserves en tevens uit lager aanvullend kapitaal opgebouwd uit langlopende achtergestelde leningen. De omvang van het Tier 2-kapitaal dient kleiner of gelijk te zijn aan het Tier 1-kapitaal. Common Equity Tier 1 is samengesteld uit

1031. Boccuzzi 2016, p. 22.

1032. T. Porter, 'Private actors in the governance of global finance after the global crisis of 2008', in: A. Payne & N. Phillips (eds.), *Handbook of the international political economy of governance*, Cheltenham: Edward Elgar 2014, p. 132.

1033. P. Harle et al., *Basel III and European banking: its impact, how banks might respond and the challenges of implementation* – McKinsey Working Papers on Risk, no. 6, McKinsey and Company: 2010, p. 1.

1034. Porter 2014, p. 132.

1035. Joosen 2015, p. 175.

1036. Idem, p. 178.

1037. Idem, p. 179.

1038. Idem, p. 179.

het kernkapitaal van banken en bevat de aandelen, de gepubliceerde reserves en het fonds voor algemene bankrisico's.¹⁰³⁹ Additional Tier 1-kapitaal zijn instrumenten die verliezen absorberen als het kapitaal van een uitgevende financiële instelling onder een bepaalde norm belandt. In de meeste gevallen is sprake van hybrid-capital: de 'contingent convertible capital instruments' (CoCo bonds genoemd).¹⁰⁴⁰ Opmerkelijk is het gegeven dat de Basel III-regels opgesteld zijn ten behoeve van internationaal actieve banken, terwijl CRD IV/CRR op alle banken van toepassing zijn.¹⁰⁴¹ De motivatie van de Europese Commissie om de eisen uit Basel III voor alle Europese banken te laten gelden is gebaseerd op de wens om de stabiliteit van de Europese bancaire sector te vergroten en in verband met regels inzake mededinging en een gelijk speelveld tussen banken onderling.¹⁰⁴² De wens om te komen tot een geïntegreerde Europese bankensector en een gelijk speelveld heeft voorrang gekregen boven de bezwaren die vanuit de financiële sector zijn geuit tegen de invoering van de Basel III-kapitaaleisen voor alle banken (ook kleinere nationale banken).¹⁰⁴³ Na de invoering van CRD IV/CRR is kritiek geuit op de toepassing van kapitaaleisen op kleinere banken. Er zijn argumenten naar voren gebracht om de kapitaaleisen aan te passen op basis van de omvang en complexiteit van de financiële instelling, om zo te komen tot meer proportionele regelgeving voor kleinere instellingen. De kosten die gepaard gaan met de complexe prudentiële regelgeving drukken buitenproportioneel op de winstgevendheid van kleinere instellingen en plaatsen ze op een achterstand ten aanzien van concurrenten, zo wordt door stakeholders geopperd.¹⁰⁴⁴ Op 23 november 2016¹⁰⁴⁵ is door de Europese Commissie een 'Risk Reduction Measures' pakket gepresenteerd met daarin vijf wetgevingsvoorstellen die gericht zijn op de voltooiing van de Bankenunie.¹⁰⁴⁶ In het pakket is onder meer een beoogde versoepeling van de regels inzake een beheerst beloningsbeleid opgenomen. Joosen (2017) geeft aan dat de Europese Commissie voornemens is om bepaalde prudentiële toezichtregels op grond van proportionaliteit te gaan toepassen.¹⁰⁴⁷ Dit voornemen kan van invloed zijn op kleinere en minder complexe financiële instellingen, zij zouden vanaf 2020 onder een ander regime vallen. De beoogde inwerkingtreding van CRD V en CRR II is 1 januari 2019. Joosen stelt dat voor veel regels een gefaseerde invoering zal gelden, terwijl enkele regels direct in werking zullen treden.¹⁰⁴⁸ De voorgestelde aanpassingen en aanscherpingen

1039. Zie ook: Tian 2017, p. 8 e.v.

1040. K. Liberadzki & M. Liberadzki, *Hybrid securities: structuring, pricing and risk assessment*, New York: Palgrave Macmillan 2016, p. 40.

1041. D. Howarth & L. Quaglia, *Banking on stability: the political economy of the new capital requirements in the European Union*, Oxon: Routledge 2015, p. 143.

1042. Idem, p. 143.

1043. J. Blom, 'Banking', in: D. Mugge (ed.), *Europe and the governance of global finance*, Oxford: Oxford University Press 2014, p. 51-52.

1044. European Commission, FAQ: Capital requirements (CRR/CRD IV) and resolution framework (BRRD/SRM) amendments, MEMO-16-3840, Brussels, 23 November 2016.

1045. European Commission – Press Release, EU Banking Reform: Strong banks to support growth and restore confidence, Brussel, 23 November 2016.

1046. Een wijzigingsvoorstel voor de CRR (CCR2 genoemd), een beoogde aanpassing van CRD IV (CRDV genoemd), twee voorstellen die de BRRD aanpassen en tevens een voorstel voor aanpassing van het SRM. Zie: B.P.M. Joosen, 'Voltooiing van de bankenunie: banken pakket voorstellen voor CRR2 en CRDV', TFR 2017-7/8.

1047. Idem, p. 313.

1048. Idem, p. 314.

zijn voortgekomen uit overleg tussen het Basel Committee on Banking Supervision en het Financial Stability Board en omvatten de volgende aspecten:

- Meer risicogevoelige kapitaaleisen, met name ten aanzien van marktrisico's, 'counterparty-credit risk' en blootstellingen aan 'central counterparties' (CCP's);
- Het invoeren van methodologieën gericht op het meer accuraat vaststellen van werkelijke risico waar banken aan blootstaan;
- Een bindend 'leverage-ratio' dat instellingen verbiedt om te veel leverage te hanteren;
- Een bindend 'Net Stable Funding Ratio' (NSFR) waarmee aandacht wordt geschonken aan de overmatige omvang van kortetermijnfinanciering en gericht op de reductie van langetermijnfinancieringsrisico's;

Het vereiste voor (mondiaal) systeemrelevante instellingen (GSI's) om een minimum hoeveelheid kapitaal aan te houden en andere instrumenten die goede verlies-absorberende eigenschappen hebben. Dit vereiste wordt het 'Total Loss-Absorbing Capacity' (TLAC) genoemd en zal onderdeel gaan uitmaken van het reeds bestaande 'Minimum Requirement for own funds and Eligible Liabilities' systeem (MREL).¹⁰⁴⁹

1049. European Commission — Press Release, *EU Banking Reform: Strong banks to support growth and restore confidence*, Brussel: 23 November 2016, p. 1-2.

Hoofdstuk 6

De complexiteit en toegenomen onoverzichtelijkheid van de Wft

6.1 De complexiteit en gelaagdheid van de Wft

De juridische verplichtingen die gelden voor banken zijn in Nederland primair gebaseerd op twee pijlers: de publiekrechtelijke normen uit de Wft en aanverwante wet- en regelgeving enerzijds en de privaatrechtelijke normen uit het privaatrecht voortvloeiend uit het BW, jurisprudentie en uitspraken van het Kifid anderzijds.¹⁰⁵⁰ Het juridische kader dat voor banken geldt is echter veel breder en omvat tevens bepalingen uit de Algemene wet bestuursrecht; de Wet ter voorkoming van witwassen en financiering van terrorisme; de Wet handhaving consumentenbescherming; de rechtstreeks werkende verordeningen van de Europese Centrale Bank, de Europese Banken Autoriteit en de Europese Autoriteit voor Effecten en Markten. Tevens wordt in Europa in toenemende mate gebruik gemaakt van direct werkende verordeningen en bindende technische standaarden.¹⁰⁵¹ Het Nederlandse financieel toezichtrecht is een ingewikkeld rechtsgebied, omdat het meerdere uiteenlopende aspecten van de financiële sector reguleert en tevens onder nadrukkelijke en indringende invloed van de Europese wetgever staat. De bevoegdheden en taken van de financiële toezichthouders worden geregeld in dezelfde wetgeving die ook de materiële normen voor financiële ondernemingen bevatten. De wetten en regels die gelden voor banken zijn voornamelijk neergelegd in het ondernemingsrecht van Boek 2 BW, het verbintenissenrecht van Boek 6, de Wet op het financieel toezicht (prudentieel en gedragstoezicht) en het Besluit Gedragstoezicht Financiële Ondernemingen. Hiernaast bestaat een omvangrijke catalogus aan regels en besluiten die direct gerelateerd is aan de Wft. Na de financiële crisis is het Europese financiële toezichtrecht in een stroomversnelling geraakt, wat in toenemende mate heeft geleid tot een gelaagd multi-level governance systeem. De Europese toezichthoudende instituten hebben een stevigere juridische basis gekregen en de Europese Bankenunie vormt sinds november 2014 de basis van het financieel toezicht op banken in Europa. De wetten en regels die afkomstig zijn van de Europese wetgever zijn sectoraal van aard, desondanks heeft Nederland reeds sinds 2002 een functioneel model. Deze discrepantie leidt ertoe dat de implementatie van Europese sectorale toezichtwetgeving in het Nederlandse financiële toezichtrecht een aanpassing behoeft. Dit is een van de knelpunten die heden in het Nederlandse financiële toezichtrecht aangeduid kunnen worden. De doelstellingen die met de invoering van de Wft in 2007 werden beoogd waren: inzichtelijkheid, doelgerichtheid en marktgerichtheid, echter reeds kort na de introductie kwam er uit de wetenschap en praktijk kritiek op de wet, met name ten aanzien van de inzichtelijk-

1050. Loonen 2015, p. 12.

1051. Zie: Nederlandse Vereniging van Banken, *Consultatiereactie NVB 'Herziening Wft: verkenning'*, Amsterdam: maart 2017, p. 4.

heid.¹⁰⁵² De toegenomen omvang en complexiteit van de Wft is aanleiding geweest voor de overheid om eind 2016 via een consultatie een verkenning te starten gericht op een herziening van de Wft. De uitkomsten van deze verkenning moeten een aanzet geven om te komen tot een Wft met een verbeterde toegankelijkheid en toekomstbestendigheid.¹⁰⁵³

Met de inwerkingtreding van de Wft in 2007 kwam een sluitstuk van een hervorming van het financieel toezicht, die in 2002 gestart was.¹⁰⁵⁴ De organisatorische veranderingen bij de AFM en DNB werden op 1 september 2002 afgerond en het wetgevingsproces waarin de sectorale wetgeving werd vervangen door de Wft was eind 2006 gereed. Er was sprake van een relatief kort wetgevingsproces, gegeven de omvang van de Wft.¹⁰⁵⁵ De oorspronkelijke doelstelling van de Wft was niet direct het wijzigen van de regels die voor financiële instellingen golden, maar het toezicht op deze instellingen. Het eerste wetsvoorstel voor de Wet op het financieel toezicht uit 2003 bevatte slechts 95 artikelen.¹⁰⁵⁶ Dit waren de bepalingen uit het Algemeen Deel, voor de invulling van de overige delen (prudentieel toezicht, gedragstoezicht, toezicht infrastructuur en het deel aanpassings-, overgangs- en slotbepalingen) zouden nog meer dan honderd kamerstukken nodig zijn, in aanloop naar de inwerkingtreding in 2007.¹⁰⁵⁷ Aan de hervorming van het toezicht lag de veronderstelling ten grondslag dat financiële ondernemingen en producten in toenemende mate verweven waren geraakt. Banken en verzekeraars werden gebundeld in grote internationale financiële conglomeraten, een ontwikkeling die na het afschaffen van de Glass-Steagall Act in de VS in een stroomversnelling was geraakt. De oorspronkelijke sectorale opzet van het financieel toezicht was vanwege de gefuseerde financiële instellingen en cross-sectorale producten en handelspraktijken niet meer passend. Deze ontwikkeling speelde niet alleen in Nederland, ook in andere Europese landen was sectoraal toezicht niet meer toereikend voor de staat van de financiële sector. In 2002 werd in Nederland gekozen om het systeem van sectoraal toezicht te hervormen tot functioneel toezicht.¹⁰⁵⁸ De Nederlandse Bank werd verantwoordelijk voor functioneel toezicht en de AFM voor het gedrags- toezicht.¹⁰⁵⁹

1052. *Kamerstukken II 2003/04, 29 708, nr. 3, p. 3-4*; zie ook: B.P.M. Joosen, 'De toekomst van de Wet op het financieel toezicht', *Jaarboek Compliance 2015*, Capelle aan den IJssel: Nederlands Compliance Instituut 2015, p. 236.

1053. <https://www.internetconsultatie.nl/herzieningwft/details>, zie ook: C. Gerrits, 'Herziening Wet op het financieel toezicht', *TFR 2017-7/8*, p. 299 e.v.

1054. Ministerie van Financiën, *Herziening van de wft: verkenning – consultatiedocument*, Den Haag: 2016, p. 6.

1055. B.P.M. Joosen, 'De invoering van de Wft en het tweede Bazels kapitaalakkoord', *Onderneming en Financiering 2007-75*.

1056. *Kamerstukken II 2003/04, 29 708, nr. 3*.

1057. R.P. Raas, 'Vijf jaar Wet op het financieel toezicht', in: B.P.M. Joosen & R.P. Raas, *Vijf jaar Wet op het financieel toezicht – preadvies voor de Vereniging voor financieel recht 2013*, Deventer: Kluwer 2014, p. 3.

1058. Zie ook: Gerrits 2017, p. 299.

1059. De wet op het financieel toezicht (*Stb. 2006, 475*) verving in 2007 de 7 sectorale wetten: de Wet financiële dienstverlening, de Wet Toezicht effectenverkeer 1995, de Wet toezicht Kredietwezen 1992, de Wet toezicht Verzekeringsbedrijf 1993, de Wet melding zeggenschap in ter beurze genoemde vennootschappen, de Wet natura-uitvaartverzekeraars en de Wet toezicht beleggingsinstellingen.

In tegenstelling tot veel andere landen heeft Nederland niet gekozen voor een concentratiemodel van toezicht.¹⁰⁶⁰ In dit model worden alle toezichthoudende taken uitgevoerd door een (grote) toezichthouder. Voorbeelden zijn de Financial Services Authority in het Verenigd Koninkrijk en het Bundesanstalt für Finanzaufsicht in Duitsland. Joosen (2007) stelt dat het Nederlandse toezichtmodel geënt is op het Australische model, met het grote verschil dat de Australische centrale bank een separate instelling betreft en in Nederland de functie van prudentiële toezichthouder uitgeoefend worden door DNB, tevens de centrale bank.¹⁰⁶¹ De herziening van het financiële toezichtrecht vond niet alleen in Nederland plaats, ook andere landen hebben vergelijkbare wijzigingen doorgevoerd. De achterliggende motieven zijn vergelijkbaar: het vormen van grote cross-sectorale financiële ondernemingen die grensoverschrijdend hun producten en diensten aanbieden.¹⁰⁶² De kanteling van het sectoraal toezicht naar functioneel toezicht gebeurde in twee fasen. Vanaf september 2002 werd het toezicht geregeld op basis van het bestaande wettelijke kader. In de tweede fase werd de bestaande sectorale wetgeving vervangen door de Wft, daarmee werd de hervorming van financieel toezicht voltooid.¹⁰⁶³ Het vervangen van de sectorale wetten werd door de regering en Tweede Kamer als een omvangrijke wetgevingsoperatie gezien, maar – ten behoeve van een verbeterde efficiënte, doeltreffendheid en marktgerichtheid – noodzakelijk. De Tweede Kamer geeft in 2004 aan dat met de Wft bijgedragen wordt aan de inzichtelijkheid van de wetgeving en een beperking van administratieve lasten.¹⁰⁶⁴ De mogelijkheid om het toezicht te kunnen moderniseren is ook een motivatie voor de invoering van de Wft. Door de invoering van de nieuwe wet was sprake van een afname van het aantal wettelijke bepalingen. Desondanks was de Wft bij aanvang een omvangrijke wet met 695 artikelen. Een omvang die in de navolgende jaren vanwege 75 wijzigingen zou uitgroeien tot 1081 artikelen.¹⁰⁶⁵

In de voormalige sectorale wetten werden voor een groot deel dezelfde onderwerpen geregeld, er bestond een mate van inhoudelijke overlap tussen de wetten. Een voorbeeld zijn de bepalingen die betrekking hebben op vergunningsplicht voor het aanbieden van diensten en de regels die verband houden met ontheffingen en vrijstellingen. De regels omtrent de bedrijfsvoering en de registratie van onder toezicht staande instellingen en de verplichting van de instellingen om bepaalde informatie te verstrekken verschilden qua inhoud en redactie. Er werd in 2004 gesteld dat dit tot een verschillende interpretatie en toepassing kon leiden, terwijl de wetgever deze verschillen niet beoogd had.¹⁰⁶⁶ De overlap tussen regels werd in beginsel niet als onwenselijk beschouwd, zolang de normadressanten niet dezelfde waren. Omdat op de financiële markten in toenemende mate sprake was van verplechting van producten en ondernemingen was er echter wel sprake van toepasbaarheid van meerdere sectorale wetten op één onderneming, vanwege de vorming

1060. Joosen 2007, p. 2.

1061. Joosen 2007, p. 2.

1062. *Kamerstukken II* 2003/04, 29 708, nr. 3, p. 3.

1063. *Kamerstukken II* 2003/04, 29 708, nr. 3, p. 1.

1064. *Idem*, p. 4.

1065. Joosen 2015, p. 236.

1066. *Kamerstukken II* 2003/04, 29 708, nr. 3, p. 1.

van conglomeraten en de creatie van samengestelde problemen.¹⁰⁶⁷ De sector overstijgende ondernemingen en producten hebben in wezen gezorgd voor een noodzakelijke hervorming van het financieel toezicht. Ook werden inefficiënties ervaren bij het versnipperen van expertise onder drie toezichthouders.¹⁰⁶⁸ Aan de hand van deze ontwikkeling kan gespeculeerd worden over een scenario waarin financiële ondernemingen niet mochten samengaan in grote sector overschrijdende internationaal actieve conglomeraten en het scenario waarin samengestelde producten niet toegestaan zouden zijn. Zou sectoraal toezicht toereikend zijn gebleven? Buiten de schaalvergroting van de financiële ondernemingen en het cross-sectorale karakter van een groot deel van de financiële producten waren ook de sector overstijgende beleidsdoelen van de overheid een reden om het toezicht te kantelen. Een focus op de integriteit van financiële instellingen en het belang van consumentenvoorlichting en advisering kon beter verwezenlijkt worden in een wet die cross-sectoraal zou gaan gelden.¹⁰⁶⁹

De oorspronkelijke doelstellingen van de Wft waren drievoudig, aldus de memorie van toelichting: een vergroting van de inzichtelijkheid, de doelgerichtheid en de marktgerichtheid.¹⁰⁷⁰ Vanuit het belang van een verbeterde inzichtelijkheid werd met de Wft beoogd om betere inzichten te verschaffen in de samenhang tussen de normen die gelden op de financiële markten. Een splitsing van een algemeen deel en bijzondere delen en het clusteren van met elkaar samenhangende onderwerpen zouden de structuur bieden die een vergoot inzicht geeft. Het gebruik van een eenduidig begrippenkader en een heldere indeling van niveaus van regels zou tevens bijdragen aan dit doel. Ten derde moet de Wft een duidelijke bevoegdheidsverdeling tussen de minister en de toezichthouders kenbaar maken. De verbeterde doelgerichtheid werd gerealiseerd door de structuur van de Wft volledig in te richten op het functionele toezichtmodel.¹⁰⁷¹ In het Algemeen deel is een duidelijk onderscheid gemaakt tussen de twee taakstellingen; prudentieel toezicht en gedragstoezicht. Het herformuleren van materiële bepalingen die gericht zijn op financiële ondernemingen zou bijdragen aan de doelgerichtheid. Bepaalde artikelen hebben betrekking op het gedragstoezicht (zoals consumentenbescherming), terwijl in het oude systeem deze normen voortvloeiden uit een prudentiële context. Vanuit de doelstelling van een vergrote mate van doelgerichtheid zijn bepaalde regels opnieuw gecodificeerd en zijn totaal nieuwe regels geformuleerd. De vergrote marktgerichtheid zou door de Wft bevorderd worden vanuit de veronderstelling dat de concurrentiekracht van de Nederlandse financiële sector nationaal en internationaal vergroot wordt.¹⁰⁷² Deze doelstelling werd benaderd vanuit enkele invalshoeken: de nieuwe wetgeving kan bijdragen aan een level playing field, nationaal, internationaal en cross-sectoraal worden gelijke gevallen gelijk behandeld.¹⁰⁷³ De concurrentiekracht van financiële ondernemingen zou vergroot worden omdat de administratieve lasten en andere toezichtkosten zouden verminderen vanwege wat in

1067. Idem, p. 4; zie ook: Gerrits 2017, p. 299.

1068. Zie ook: Raas 2013, p. 4.

1069. Idem, p. 4; zie ook: Vletter-Van Dort 2006, p. 8.

1070. *Kamerstukken II* 2003/04, 29 708, nr. 3, p. 1.

1071. Joosen 2015, p. 242.

1072. Idem, p. 244.

1073. *Kamerstukken II* 2003/04, 29 708, nr. 3, p. 2.

de MvT beschreven wordt als: flexibel, transparant en slagvaardig toezicht.¹⁰⁷⁴ Een vergroting van de rechtszekerheid werd ook als belangrijk argument gezien van het nieuwe functionele toezichtmodel en de invoering van de Wft, voor financiële ondernemingen moet op ieder moment duidelijk zijn wat op grond van de financiële toezichtwetgeving van hen verwacht wordt. In 2004 bestond het toenmalige wettelijke systeem uit een complex van wetten en lagere regelgeving dat beschouwd werd als gedateerd en op basis waarvan niet rechtvaardige verschillen tussen sectoren waren ontstaan. Dit was niet in lijn met het cross-sectorale toezichtmodel dat in Nederland in 2002 was ingevoerd.

Het oorspronkelijke voorstel voor de structuur van de Wft bevatte drie delen; een Algemeen Deel, een Deel gedragstoezicht en een Deel prudentieel toezicht. Vanwege kritiek van de Raad van State is gekozen voor een meer uitgebreide structuur.¹⁰⁷⁵ De praktische bruikbaarheid van de wet was niet groot genoeg, aldus de Raad van State. In zijn advies heeft de Raad van State een aantal modellen aangedragen.

Naar aanleiding van dit voorstel is gekozen voor de volgende structuur:

- Deel 1 Algemeen Deel
- Deel 2 Markttoegang financiële ondernemingen
- Deel 3 Prudentieel toezicht financiële ondernemingen
- Deel 4 Gedragstoezicht financiële ondernemingen
- Deel 5 Gedragstoezicht financiële markten
- Deel 6 Slotbepalingen

Op 12 oktober 2006 zijn elf algemene maatregelen van bestuur vastgesteld, waarin een groot aantal materiële bepalingen uit de Wft gestalte hebben gekregen.¹⁰⁷⁶ Met name de regels die de bevoegdheden en rechten en plichten van de toezichthouders regelen zijn ondergebracht in AMvB's.¹⁰⁷⁷ Joosen (2007) stelt dat de meest prominente verandering die met de invoering van de Wft gestalte krijgt de afname is van het aantal toezichthouder-regels dat bij of krachtens de Wft zullen worden vastgesteld. Er is bewust gekozen voor een systeem waarbij de vaststelling van toezicht-regels op een ander niveau plaatsvindt dan de wet in formele zin. Financiële wetgeving kan op vier niveaus van wetgeving gestalte krijgen: de wet in formele zin, de algemene maatregel van bestuur, de ministeriële regeling en de toezichthouder-

1074. Idem, p. 2.

1075. Vierde Nota van Wijziging van de Tweede Kamer — oktober 2005.

1076. 1. Besluit van 12 oktober 2006, *Stb.* 2006, 504 (Besluit bekostiging financieel toezicht) (AMvB 1); 2. Besluit van 12 oktober 2006, *Stb.* 2006, 505 (Besluit definitiebepalingen Wft) (AMvB 2); 3. Besluit van 12 oktober 2006, *Stb.* 2006, 517 (Besluit boetes Wft) (AMvB 3); 4. Besluit van 12 oktober 2006, *Stb.* 2006, 506 (Besluit Markttoegang financiële ondernemingen) (AMvB 4); 5. Besluit van 12 oktober 2006, *Stb.* 2006, 518 (Besluit reikwijdtebepalingen Wft) (AMvB 4A); 6. Besluit van 12 oktober 2006, *Stb.* 2006, 519 (Besluit prudentiële regels Wft) (AMvB 5) aangepast bij Besluit van 11 december 2006, *Stb.* 2006, 662; 7. Besluit van 12 oktober 2006, *Stb.* 2006, 507 (Besluit bijzondere prudentiële maatregelen, beleggerscompensatie en depositogarantie Wft) (AMvB 6); 8. Besluit van 12 oktober 2006, *Stb.* 2006, 508 (Besluit prudentiële regels financiële groepen Wft) (AMvB 7) aangepast bij Besluit van 11 december 2006, *Stb.* 2006, 662; 9. Besluit van 12 oktober 2006, *Stb.* 2006, 520 (Besluit Gedragstoezicht financiële ondernemingen Wft) (AMvB 8); 10. Besluit van 12 oktober 2006, *Stb.* 2006, 509 (Besluit melding zeggenschap en kapitaalbelang in uitgevende instellingen) (AMvB 9); 11. Besluit van 12 oktober 2006, *Stb.* 2006, 510 (Besluit marktmisbruik Wft) (AMvB 10). Zie ook: Joosen 2007, p. 4.

1077. De regels in deze AMvB's waren oorspronkelijk opgenomen in reglementen van de toezichthouders.

regel. De Minister van Financiën gaf in 2004 aan dat omwille van de inzichtelijkheid de materiële normen op niet meer dan twee niveaus vorm zou krijgen: de wet in formele zin en de AMvB. In enkele gevallen zou gebruik gemaakt kunnen worden van ministeriële regelingen. Alleen in gevallen die genoemd worden in de toelichting op art. 1:12 Wft zal sprake kunnen zijn van het sub-delegeren van regelgevende bevoegdheden aan de toezichthouder.¹⁰⁷⁸ Joosen stelt dat in de fase voorafgaand aan de invoering van de Wft een groot deel van de materiële regels die voor banken golden vastgesteld werden door DNB. De grote bevoegdheid van toezichthouders om regels vast te stellen leidde volgens de minister tot problemen ten aanzien van de scheiding der machten. Een te grote hoeveelheid toezichthouder-regels leidt tot een te grote concentratie van macht bij de toezichthouders: de toezichthouder is daarbij wetgever, toezichthouder en (bestuurs)rechter.¹⁰⁷⁹ De minister heeft met de inrichting van de Wft beoogd om de regelgevende bevoegdheden van de toezichthouders te beperken tot regels die technisch of organisatorisch van aard zijn.¹⁰⁸⁰

Kort na de invoering van de Wft stelde Rinkes (2007) dat informatie- en zorgplichten en transparantie een belangrijke plaats innemen in het nieuwe gekantelde functionele toezichtmodel en de Wft.¹⁰⁸¹ De achterliggende gedachte van het nieuwe wettelijke systeem is dat het ten aanzien van de bescherming van consumenten niet uitmaakt via welk distributiekanaal, of in welke sector een product is aangebracht. Rinkes noemt dit distributie-consistentie en cross-sectorale consistentie.¹⁰⁸² Bemiddelaars en tussenpersonen en aanbieders zoals banken en verzekeraars zijn onder het bereik van het gedragstoezicht in de Wft gebracht. Transparantie is een cruciaal gegeven in het nieuwe financieel toezichtrecht. Transparantie in juridische (privaatrechtelijke) zin is gekoppeld aan de informatieplichten, welke direct gericht zijn op de wilsvorming. Rinkes geeft aan dat informatieverstrekking meerdere vormen kan aannemen, waaronder een waarschuwing, een advies of verantwoording. Hierbij staat centraal de kennis en deskundigheid van partijen en een afweging van conflicterende belangen.¹⁰⁸³ Rinkes constateert een mogelijke botsing tussen de Wft en het BW hetgeen leidt tot uitleg- en afbakeningsproblemen.¹⁰⁸⁴ In de Wft is niet ervoor gekozen een eigen bestuursrechtelijke zorgplicht op te nemen, maar om de zorg- en informatieplichten ten aanzien van een aantal specifieke aspecten te formuleren. In 2014 zou, zeven jaar na invoering van de Wft, met de introductie van de algemene zorgplicht (art. 4:24a Wft) alsnog een zorgplicht met een privaatrechtelijk karakter opgenomen worden. Ten aanzien van de verhouding van de oude toezichtwetgeving en het BW kan gesteld worden dat in de financiële toezichtwetgeving niet geregeld was wat de privaatrechtelijke gevolgen van niet-naleving waren, dit werd door het BW bepaald. In de Wft is in art. 1:23 Wft bepaald dat een privaatrechtelijke rechtshandeling niet aantastbaar is op grond van schending van regels uit de Wft, behalve in gevallen waarin de Wft dit bepaalt. Een schending

1078. Nota naar aanleiding van het Verslag, *Kamerstukken II* 2004/05, 29 708, nr. 7, p. 8.

1079. Joosen 2007, p. 6.

1080. En als daarbij sprake is van grondslagverlating dan kan de minister corrigerend optreden op basis van art. 1:29 Wft.

1081. Rinkes 2007, p. 223.

1082. Idem, p. 224.

1083. Idem, p. 224.

1084. Idem, p. 228.

van een zorgplicht betekent niet dat de overeenkomst nietig of vernietigbaar is, maar kan wel grond geven voor een schadevergoeding. Het onderwerpen van privaatrechtelijke verhoudingen aan publiekrechtelijke regels in een regime dat door het bestuursrecht wordt beheerst komt voornamelijk voor in de financiële sector. Cherednychenko (2012) stelt dat men kan spreken van financieel toezichtprivaatrecht.¹⁰⁸⁵ Cherednychenko (2013) beschrijft toezichtprivaatrecht als:

‘Bestuursrechtelijke gedragsregels inzake zorgvuldige financiële dienstverlening aan (potentiële) cliënten die aan financiële ondernemingen wordt opgelegd als bedrijfsuitoefeningsvoorwaarden behorend tot het financiële toezichtrecht.’¹⁰⁸⁶

Cherednychenko signaleert een toenadering tussen het bestuursrecht en het privaatrecht, die gepaard gaat met een intensiever publiek toezicht op privaatrechtelijke verhoudingen in de financiële sector, met name vanwege de invloed van de AFM op de rechtsvorming. In het licht van de financiële crisis is dit een begrijpelijke ontwikkeling.¹⁰⁸⁷

De huidige opzet van de Wft is als volgt: zeven delen en drie bijlagen, met op een tweede niveau 19 algemene maatregelen van bestuur (8 meer dan in 2006). Het later toegevoegde zesde deel van de Wft regelt het toezicht op afwikkelondernemingen, voor het overige is de structuur van de Wft globaal hetzelfde gebleven. De inhoud is echter drastisch gewijzigd en de omvang van de wet is in tien jaren tijd verdubbeld. In december 2016 heeft het Ministerie van Financiën een consultatiedocument gepubliceerd, getiteld ‘Herziening van de Wft: verkenning’.¹⁰⁸⁸ De aanleiding van deze consultatie is een advies van de Afdeling advisering van de Raad van State, waarin gesteld is dat er reden is om de opzet van de Wft te evalueren gericht op een goede opzet van het financiële toezichtrecht, afgestemd op de voorliggende Europese regelgeving en de ontwikkeling daarvan. Hierin is het belangrijkste aandachtspunt een beoordeling van de toegankelijkheid van de wetgeving.¹⁰⁸⁹ In het kader van de verkenning heeft het ministerie gesprekken gevoerd met ‘vertegenwoordigers uit de financiële sector, de toezichthouders, de rechtspraak, de wetenschap en andere belanghebbenden zoals consumentenorganisaties.’¹⁰⁹⁰ In het consultatiedocument staat over de verhouding tussen de Wft en het privaatrecht het volgende vermeld:

‘Voor partijen blijkt het echter onlogisch waarom sommige bepalingen in het Burgerlijk Wetboek (BW) zijn opgenomen en andere in de Wft. Daarnaast wordt aangegeven dat de verspreiding van de regels over de verschillende wetten de overzichtelijkheid niet ten goede komt. In de

1085. O.O. Cherednychenko, ‘Het private in het publiekrecht: over de opmars van het financiële toezichtprivaatrecht en haar betekenis voor het verbintenissenrecht’, *RMThemis* 2012, p. 223.

1086. O.O. Cherednychenko, ‘Een nieuwe generieke zorgplicht in het financiële toezichtprivaatrecht’, *WPNR* 2013/6998.

1087. Idem, p. 1128.

1088. <https://www.internetconsultatie.nl/herzieningwft/details>.

1089. *Kamerstukken II* 2014/15, 34 208, nr. 4, p. 4.

1090. Ministerie van Financiën, *Herziening van de Wft: verkenning*, 2016, p. 4.

gesprekken werd geopperd om in de toelichting (meer) aandacht te besteden aan de betekenis die een overtreding van een norm in de Wft heeft voor de privaatrechtelijke verhoudingen tussen partijen. Ook werd de suggestie gedaan om een discussie te hebben over de vraag of de invulling van de norm door de toezichthouder gevolgen dient te hebben voor het privaatrechtelijke kader.¹⁰⁹¹

En:

‘Voor wat betreft de verhouding van de Wft tot andere wetten, waaronder de verhouding tot het civiel recht, is het aspect van de afbakening met het stelsel van de Wft (verdeling van regels) een onderwerp dat in het kader van een eventuele herziening van de Wft gezien zou kunnen worden. Het is echter niet een vraagstuk dat direct van belang is voor de vraag of, en zo ja hoe, tot een dergelijke stelselherziening moet worden overgegaan. Het aspect van de wijze van doorwerking van regels in de Wft in het domein van het civiel recht wordt echter niet beheerst door de Wft, maar is een vraag van het civiel recht zelf en valt om die reden buiten de reikwijdte van dit project tot herziening van de Wft.’¹⁰⁹²

Ongeacht de uitkomsten van de herziening: er zal helaas niet spoedig een grotere duidelijkheid ontstaan over de verhouding tussen de Wft en het privaatrecht. Wibier (2011) stelt dat er tussen het toezichtrecht en het privaatrecht een betere afstemming dient te komen, zodat er geen sprake is van ‘twee gescheiden werelden’.¹⁰⁹³ Hij stelt over deze verhouding onder meer:

‘Zolang beide disciplines (toezichtrecht en het civiele recht) onafhankelijk van elkaar blijven opereren, opereren zij feitelijk beide in het luchtledige. Bovendien zal beter moeten worden afgestemd of de civielrechtelijke vormgeving van de transactie wel aansluit bij het toezichtrechtelijke resultaat dat wordt beoogd.’¹⁰⁹⁴

De Wft is sinds 2006 75 maal gewijzigd, 27 maal vanwege de implementatie van Europese regelgeving, 24 maal vanwege nationaal beleid, en 24 maal om overige redenen. De redenen hiervoor zijn de ontwikkelingen op Europees niveau, gericht op de voltooiing van de interne markt, en op grond van het Financieel Actieplan 1999-2005 en op grond van het Witboek over het beleid inzake financiële diensten 2005-2010. Vervolgens heeft de financiële crisis aanleiding gegeven voor een grote toename van Europese wet- en regelgeving ten aanzien van financieel toezicht. In toenemende mate heeft Europese financiële regelgeving het karakter gekregen van rechtstreeks werkende verordeningen en nationale wetgeving mag hiermee niet in strijd zijn, wat kan nopen tot aanpassing. De aanpassingen vanwege nationaal beleid zijn voortgevloeid uit de bevindingen van de Tijdelijke commissie onderzoek

1091. Idem, p. 23.

1092. Idem, p. 23.

1093. Wibier 2011, p. 13.

1094. Idem, p. 16-17.

financieel stelsel (commissie De Wit),¹⁰⁹⁵ de commissie die onderzoek deed naar het faillissement en aanverwante kwesties bij DSB Bank (commissie Scheltema)¹⁰⁹⁶ en tevens de Parlementaire Enquêtecommissie Financieel Stelsel.¹⁰⁹⁷ De wijzigingen die zijn doorgevoerd naar aanleiding van deze ontwikkeling hebben geleid tot een toename van de omvang van de Wft van 70%.¹⁰⁹⁸ De Wft kent na 10 jaar een dubbel aantal categorieën financiële ondernemingen, 19 in plaats van 9. De aanpassingen die in de Wft zijn doorgevoerd lopen parallel aan ingrijpende veranderingen in de financiële sector. De kanteling van het financiële toezicht in 2002 en de latere opzet en uitgangspunten van de Wft hebben gestalte gekregen als reactie op de vorming van grote financiële conglomeraten en de toegenomen complexiteit van financiële producten en het sectoroverschrijdende karakter van financiële producten en dienstverlening. Na 10 jaar is gebleken dat deze ontwikkelingen niet zijn doorgezet, zodat een heroverweging van de opzet van de wet geboden was.

In de Wft is gekozen voor een scheiding van prudentiële regels en gedragsregels, dit is het functionele model genoemd (tegenover het sectorale model). Er is sprake geweest van een cross-sectorale ordening van de voorschriften, naar het type voorschrift. De cross-sectorale opzet wordt in de praktijk door veel gebruikers als problematisch ervaren. Met name omdat het ingewikkeld is om de toepasselijke regels te vinden die voor een bepaalde onderneming gelden, vanwege het feit dat deze verspreid zijn over de gehele Wft. Met name de delen 3 (prudentieel toezicht) en 4 (gedragstoezicht) worden als onoverzichtelijk ervaren. Er is sprake van overlap tussen verschillende delen van de wet. De regels die betrekking hebben op een beheerste en integere bedrijfsvoering en de geschiktheid en betrouwbaarheid van dagelijkse beleidsbepalers staan zowel in deel 3 als deel 4 van de Wft. Voor de ondernemingen waarop DNB-toezicht houdt staan de regels in deel 3 en voor het deel van de ondernemingen die onder het toezicht van de AFM vallen staan ze in deel 4. De implementatie van Europese richtlijnen is ingewikkeld, vanwege het cross-sectorale karakter van de wet. De Europese wetgeving is voornamelijk sectoraal van aard (er zijn echter ook cross-sectorale Europese regels).

De gelaagdheid van de Wft wordt ook door veel gebruikers als problematisch ervaren.¹⁰⁹⁹ Een groot deel van de bepalingen uit de Wft bevat een delegatiegrondslag om bij Algemene maatregel van bestuur of ministeriële regeling regels vast te stellen. Om deze reden moet een gebruiker van de Wft vaak kennisnemen van lagere regelgeving en volstaat de Wft alleen niet. Er is geen sprake van een consequente lijn ten aanzien van welke zaken materieel gedetailleerd in de Wft geregeld zijn en welke in AMvB's. In de bepalingen van de Wft zelf is niet aangegeven in welke AMvB's of ministeriële regelingen de materiële normen gevonden kunnen worden. Er bestaat onduidelijkheid over de structuur en gelaagdheid en dit leidt, qua opzet en structuur, tot een inconsistente en niet logische wet. Ook ten aanzien van de in de Wft gebruikte definities en de reikwijdte hiervan worden belemme-

1095. Parlementaire commissie onderzoek financieel stelsel (Commissie De Wit), Den Haag: 10 mei 2010.

1096. Rapport van de commissie van onderzoek DSB Bank (Commissie Scheltema), Den Haag: 23 juni 2010.

1097. *Kamerstukken II* 2011/12, 31 980, nr. 61.

1098. Ministerie van Financiën, *Herziening van de Wft: verkenning*, 2016, p. 9.

1099. *Idem*, p. 11.

ringen ervaren. Een deel van de definities staat in art. 1.1 Wft, maar een deel staat ook aan het begin van de individuele hoofdstukken. Dit heeft geleid tot commentaar op de inzichtelijkheid van deze definities. Een bepaald begrip kent soms verschillende definities en in de onderliggende wetgeving wordt soms ook een afwijkende betekenis aan een begrip toegekend. Zo bestaan problemen ten aanzien van de eenduidige betekenis van financiële dienst, financieel product, financieel instrument en bemiddelen. Knelpunten ten aanzien van de reikwijdte van de Wft worden ervaren in het systeem van wettelijke uitzonderingen en vrijstellingen.¹¹⁰⁰ De gereuleerde activiteiten kennen een verbodsbepaling en de clausule dat dit verbod niet geldt als een onderneming over een vergunning beschikt, of onder een uitzondering of vrijstelling valt, of een ontheffing heeft ontvangen. De uitzonderingen en vrijstellingen zijn over de Wft verspreid en dit leidt tot onduidelijkheid.

Toen de Wft opgesteld werd was de heersende opvatting dat financieel toezicht bij voorkeur via open normen gestalte moest krijgen (principle-based wetgeving).¹¹⁰¹ Het gebruik van open normen maakt het mogelijk om in te spelen op ontwikkelingen in de markt. Open normen bieden flexibiliteit en bewegingsruimte voor toezichthouders.¹¹⁰² Uit de gesprekken met de belanghebbenden is gebleken dat open normen gewaardeerd worden ten aanzien van innovatie en vernieuwing in de sector, en het tegengaan van strafbaar gedrag. Onder invloed van de financiële crisis is de nadruk verschoven van principle-based wetgeving naar rule-based wetgeving.¹¹⁰³ De Wft is gebaseerd op principle-based wetgeving, er wordt gebruik gemaakt van open normen. In de Europese financiële wetgeving is een ontwikkeling waarneembaar richting meer rule-based wetgeving.¹¹⁰⁴ De implementatie van deze wetgeving in de Wft heeft ertoe geleid dat het karakter van de Wft gewijzigd is.¹¹⁰⁵ Voor de crisis genoot principle-based wetgeving de voorkeur, na de crisis is de nadruk verschoven richting rule-based wetgeving.¹¹⁰⁶ Een andere verschuiving in de aard van financieel toezicht vormt de wijze waarop DNB en de AFM in de praktijk invulling geven aan meerdere open normen van de Wft. Door gebruik te maken van beleidsregels in de vorm van leidraden wordt door de toezichthouders een invulling gegeven aan begrippen en regels die de wetgever in een open vorm heeft geformuleerd. Deze ontwikkeling heeft als gevolg dat de leidraden van de toezichthouders de status krijgen van pseudowetgeving.¹¹⁰⁷ Er is echter geen parlementair proces aan voorafgegaan. De inhoud van de leidraden is derhalve niet het resultaat van een democratisch wetgevingsproces, wat op zich een bedenkelijk gegeven is.

1100. Zie ook: Raas 2013, p. 25.

1101. C.A. Dijkhuizen & V.Y.E. Caria, 'De invulling van financieelrechtelijke normen in een meerlagige rechtsorde', in: C.G. Breedveld-De Voogd et al. (red.), *Rechtsvinding in een meerlagige rechtsorde*, BW Krant Jaarboek, Deventer: Kluwer 2013, p. 109; Joosen 2015, p. 9.

1102. Herziening Wft: verkenning, p. 13.

1103. Zie: Joosen 2015, p. 18.

1104. N. Moloney, 'The legacy effects of the financial crisis on regulatory design in the EU', in: E. Ferran et al. (eds.), *The regulatory aftermath of the global financial crisis*, Cambridge: Cambridge University Press 2012, p. 142.

1105. Zie over problemen t.a.v. implementatie van rule-based normen in de Wft: C.M. Grundmann-van de Krol & J.B.S. Hijink, 'Who is afraid of a Single Rulebook?', in: F.G.B. Graaf et al. (red.), *Lustrumbundel 2012 Vereniging voor Effectenrecht; gedurfde essays over financieel toezichtrecht*, Deventer: Kluwer 2012, p. 12.

1106. Joosen 2015, p. 6.

1107. A.J.C.C.M. Loonen & R. Schotsman, 'Leidraden binnen financiële dienstverlening', *Trema* juni 2016.

De leidraden hebben op zich geen formele juridische status en gelden als ‘best practices’.¹¹⁰⁸ De rechterlijke macht verwijst in haar uitspraken geregeld naar de richtlijnen van de toezichthouders, wat de status van gezaghebbende regelgeving onderstreept.¹¹⁰⁹ Uit het onderzoek van het Ministerie van Financiën in aanloop naar de consultatie is gebleken dat de toezichthouders de open normen van de Wft soms te gedetailleerd invullen. Er ontstaat daardoor een spanningsveld tussen enerzijds rechtszekerheid en anderzijds de beleidsvrijheid van onder toezicht staande financiële ondernemingen.¹¹¹⁰ Er is ook sprake van een gebrek aan overzicht van alle toepasselijke Q&A's en leidraden, wat tevens leidt tot onduidelijkheid. Aan de open normen van de Wft wordt in toenemende mate invulling gegeven door gebruik te maken van leidraden. Loonen en Schotsman (2016) geven aan dat deze ‘nadrukkelijke aanbevelingen’ gezien kunnen worden als ‘pseudowetgeving’ en dat de leidraden en Q&A's gebruikt worden als toetskader voor redelijkheid en billijkheid.¹¹¹¹ Er is echter bij de vaststelling van leidraden geen sprake van een, wat Loonen en Schotsman noemen, ‘ordentelijk parlementair proces’, waardoor deze ontwikkeling juridisch kritisch dient te worden bekeken. Een groot deel van de Nederlandse financiële toezichtwetgeving is ingericht met open normen: de Wft, de Sanctiewet 1977 (SW), de Wet ter voorkoming van witwassen en financieren van terrorisme (Wwft) en de Pensioenwet (PW). Door DNB en met name de AFM wordt via richtlijnen – die gelden als best practices – aangegeven hoe zij de open normen ingevuld willen zien. Dit zijn geen adviezen, maar zij hebben het karakter van regelgeving.¹¹¹² De leidraden van de toezichthouders bevinden zich op het snijvlak tussen het publiekrecht en het privaatrecht, zij hebben geen formele juridische status. Het is echter geen vorm van zelfregulering, men zou kunnen stellen dat het een vorm van toezichthouders-recht is. Loonen en Schotsman stellen dat de toezichthouders met richtlijnen sturing willen geven aan gedrag – iets dat na de crisis begrijpelijk is – er wordt echter op deze manier impliciet invulling gegeven aan juridische begrippen als maatstaven van redelijkheid en billijkheid en goed ondernemerschap. Deze normen worden hiermee in wezen geobjectiveerd.¹¹¹³

In jurisprudentie wordt naar leidraden verwezen, wat problematisch is, omdat in de leidraden in bepaalde gevallen strengere normen worden opgelegd dan in de formele wetgeving, waarvoor geen wettelijke basis bestaat.¹¹¹⁴ De open normen uit de Wft zijn nadrukkelijk bedoeld om financiële ondernemingen de ruimte te geven

1108. Er zijn meerdere leidraden uitgegeven, waaronder de leidraad ‘Communicatie voor pensioenuitvoerders’, Actief en passief beleggen in het belang van de klant’, ‘Tweedepijler pensioenadvisering’, de DNB-leidraad ‘Wwft en SW’, ‘Zorgvuldig adviseren over vermogensopbouw’, ‘De klant in beeld’.

1109. DNB heeft ook Q&A's gepubliceerd over onderwerpen als de naleving van de Sanctiewet 1977 binnen SEPA, een Q&A Risicoanalyse en bedrijfsvoering voor trustkantoren en een Q&A beoordeling ongoing due diligence proces (Wwft en SW). Een kritische analyse van het gebruik van leidraden en Q&A's door de toezichthouders bij de invulling van de toezichtstaak en invulling en toepassing van de wettelijke bepalingen uit de Wft en aanverwante wet- en regelgeving is wenselijk.

1110. Wetgevingsbrief van 10 oktober 2011 (*Kamerstukken II* 2011/12, 31 980, nr. 55), zie ook: A.Ch.H. Franken, ‘Generieke zorgplicht in de Wft wenselijk?’, in: M.L. Hendrikse & J.G.J. Rinkes (red.), *Naar een (doorlopende) generieke zorgplicht voor verzekeraars en verzekeringstussenpersonen?*, Zutphen: Uitgeverij Paris 2012, p. 114.

1111. Loonen & Schotsman 2016, p. 204.

1112. Idem, p. 205.

1113. Idem, p. 210.

1114. Idem, p. 210.

om er invulling aan te geven. Er kunnen problemen ontstaan ten aanzien van het in Europa gewenste 'level playing field', zoals met de MiFID II-richtlijn wordt beoogd. Het Europese financiële toezichtrecht is voornamelijk rule-based en sectoraal ingericht en de Europese normen hebben voor een groot deel gestalte gekregen als reactie op de financiële crisis. De Wft stamt uit de periode voor de crisis en is principle-based en cross-sectoraal van aard en inrichting. De Wft heeft niet het wettelijk kader en juridisch speelveld gecreëerd dat effectief genoeg is geweest in de jaren voor de crisis. In dit opzicht is het — functioneel gezien — begrijpelijk dat de AFM en DNB de ruimte en vrijblijvendheid van het open karakter van sleutelbepalingen in de Wft hebben willen wegnemen. Dijkhuizen en Caria (2013) signaleren een toegenomen waardering voor principle-based wetgeving, die als antwoord gezien wordt op de problemen in de financiële sector.¹¹¹⁵ De Serièrè (2008) benoemt de kritiek die op de toezichthouders gegeven wordt over de wijze waarop met deze wetgevingstechniek wordt omgegaan.¹¹¹⁶ De AFM en DNB zijn kort na de introductie van de principle-based regelgeving overgegaan tot het interpreteren van deze normen, buiten leidraden worden hiervoor ook visiedocumenten, brochures, nieuwsbrieven en readers gepubliceerd, zonder dat hieraan een officiële juridische status wordt verbonden, Dijkhuizen en Caria stellen de vraag of sprake kan zijn van détournement de pouvoir aan de zijde van de toezichthouders.¹¹¹⁷ Dijkhuizen en Caria stellen dat het begrijpelijk is dat toezichthouders een nadere invulling wensen te geven aan open normen in het financiële recht, dit heeft echter wel tot effect dat de open normen een minder open karakter krijgen. Zij zien een belangrijke rol weggelegd voor de rechter die gewicht zou moeten toekennen aan de verschillende doelstellingen van open normen in wetgeving. Dijkhuizen en Caria verwijzen naar Nieuwenhuis (2005) die stelt dat het open karakter van een open norm twee doeleinden kent.¹¹¹⁸ Een open norm dient ontvankelijk te zijn voor de in Nederland heersende rechtsovertuiging welke een element kan vormen van de overeengekomen norm door de toezichthouder, wetgever en financiële instellingen.¹¹¹⁹ Nieuwenhuis stelt tevens dat open normen moeten kunnen dienen als 'doorlaatposten' van fundamentele rechten.¹¹²⁰ Dijkhuizen en Caria stellen over deze theorie het volgende:

'De civiele rechter zou deze twee doeleinden als leidraad kunnen nemen bij de invulling van de open norm. In dit kader zal de rechter een zeker gewicht moeten toekennen aan de eerdere invulling van de open norm door de toezichthouder. Steeds zal de vraag moeten worden beantwoord of deze nadere invulling de in Nederland heersende rechtsovertuiging weergeeft en niet alleen die van de toezichthouder. Op die wijze kan de rechter uiting geven aan het aan hem toevertrouwde mandaat en daarmee

1115. Dijkhuizen & Caria 2013, p. 109-121.

1116. V.P.G. De Serièrè, 'Luiheid, opportunisme of wijsheid? Principle based regelgeving in het financiële recht', *Ondernemingsrecht* 2008, p. 99.

1117. Dijkhuizen & Caria, 2013.

1118. J.H. Nieuwenhuis, 'Open normen in een open samenleving. In Nederland levende rechtsovertuigingen', *Trema* 2005, p. 262-265.

1119. Idem, p. 262-265.

1120. Idem, p. 265, Zie tevens Dijkhuizen & Caria 2013, p. 121.

de ook het open karakter van een open norm – en de doeleinden van die open normstelling – bewaken.’¹¹²¹

Juridisch gezien is een praktijk waarin de toezichthouders een materiële invulling kunnen geven aan wettelijke normen in het financieel recht echter niet goed te verdedigen. De AFM en DNB hebben geen wetgevende bevoegdheid en dienen toezicht te houden op de naleving van wettelijke verplichtingen. De leidraden en Q&A's creëren een vierde schijf van normen in een reeds onoverzichtelijk wettelijk systeem, dat bestaat uit: het financiële toezichtrecht (publiekrecht), het privaatrecht, de zelfregulering (governance codes en tuchtrecht) en de leidraden van de toezichthouders. Er bestaat een overlap qua normen, echter alleen aan de formele wetgeving zou rechtskracht moeten toekomen. De principes uit de corporate governance codes worden in de jurisprudentie aangehaald als ‘in Nederland heersende opvatting over goed ondernemingsbestuur’.¹¹²² Dit is vanwege het brede maatschappelijke, politieke en professionele draagvlak van de Nederlandse Corporate Governance Code een begrijpelijk doorwerking van zelfregulering bij de invulling van normen in het privaatrecht en financieel recht.

Een ander probleem met de Wft betreft de verhouding tot het civiele recht, en dan met name de wisselwerking en overlap.¹¹²³ Het verbintenissenrecht regelt de verhouding tussen financiële ondernemingen en consumenten, maar in de Wft en het Besluit gedragstoezicht financiële ondernemingen Wft (Bgfo) worden in toenemende mate bepalingen opgenomen die deze relatie tevens normeren, gericht op de bescherming van financiële consumenten. De bepalingen in de Wft en Bgfo richten zich tot ondernemingen en worden door de toezichthouders gehandhaafd, maar ze zijn gericht op consumentenbescherming. De opname van privaatrechtelijke bepalingen in het bestuursrechtelijke financiële recht wordt afgeraden door Raas en Cherednychenko.¹¹²⁴ Privaatrechtelijke nuances gaan bij bestuursrechtelijke handhaving verloren en ook vanuit de rechtssystematiek en rechtszekerheid is dit af te raden, aldus Cherednychenko. De aanleidingen voor het opnemen van privaatrechtelijke normen in het financieel toezichtrecht zijn het privaatrechtelijke karakter van bepaalde regels uit Europese richtlijnen en tevens de veronderstelling dat privaatrechtelijke handhaving ontoereikend is om de zwakkere partij te beschermen.¹¹²⁵

1121. Dijkhuizen & Caria 2013, p. 121.

1122. HR 13 juli 2007, ECLI:NL:HR:2007:BA792, NJ 2007/434 (ABN/AMRO); HR 14 september 2007, ECLI:NL:HR:2007:BA4887, NJ 2007/612 (*Versatel III*); HR 9 juli 2010, ECLI:NL:HR:2010:BM0976, NJ 2010/544 (ASMI); HR 14 september 2007, ECLI:NL:HR:2007:BA4888, NJ 2007/611 (*Versatel II*); HR 13 juli 2007, ECLI:NL:HR:2007:BA792, NJ 2007/434.

1123. Zie ook: Rinkes 2007, p. 229; T.F.E. Tjong Tjin Tai & M.F.M. van den Berg, ‘Financiële zorgplichten van de verzekeraar bij beleggingsproducten’, *Aansprakelijkheid, verzekering en schade*, 2009, p. 163; I. de Vré, ‘De bijzondere zorgplicht van financiële dienstverleners onder toezicht’, in: T. Gerverdinck et al. (red.), *Wetenschappelijke Bijdragen; Bundel ter gelegenheid van het 35-jarig bestaan van het wetenschappelijk bureau van de Hoge Raad der Nederlanden*, Den Haag: Boom Juridische uitgevers 2014, p. 279 e.v.; M.F.M. van den Berg, ‘Cultuurspecifieke en civielrechtelijke invulling van de publiekrechtelijke zorgplicht van financiële dienstverleners’, *Maandblad voor Vermogensrecht* 2014-7/8, p. 207.

1124. Raas 2013, paragraaf 4.2; Cherednychenko 2012, p. 235.

1125. Cherednychenko 2012, p. 224.

De wisselwerking en verhouding tussen de Wft en het civiele recht levert ook problemen op ten aanzien van de onmogelijkheid voor consumenten om in een juridische procedure een beroep te doen op de consumentenbeschermende bepalingen. In art. 1:23 Wft is bepaald dat overeenkomsten niet aangetast kunnen worden vanwege strijd met bepalingen uit de Wft. De voornaamste reden is het voorkomen van onzekerheid op de financiële markten. Als deze mogelijkheid wel zou bestaan dan zouden overeenkomsten na een grote tijd ontbonden kunnen worden, wat tot rechtsonzekerheid leidt bij financiële ondernemingen. Financiële consumenten kunnen een beroep doen op art. 3:40 lid 1 BW en de nietigheid van een overeenkomst inroepen bij onrechtmatige daad, dwaling, wanprestatie of misleiding.¹¹²⁶ Het gegeven dat consumenten geen beroep kunnen doen op de consumentenbeschermende bepalingen uit de Wft is problematisch, zo bleek uit het onderzoek van het ministerie.¹¹²⁷ Bij een mogelijke herziening van de Wft zou gekozen kunnen worden voor een striktere afbakening van de grenzen tussen de Wft en het civiele recht. De doorwerking van de Wft in het civiele recht wordt, volgens het ministerie, gezien als een vraag van het civiel recht en is geen onderwerp dat een rol speelt bij de overweging om de Wft te herzien.

Raas (2013) heeft, na 5 jaren Wft, de balans opgemaakt ten aanzien van de beoogde doelstellingen. Ten aanzien van de inzichtelijkheid constateert hij dat deze doelstelling mogelijk niet gehaald is. De wet bestond in 2013 reeds uit 1008 artikelen (met de AMvB's en algemene regelingen erbij opgeteld ruim 2000).¹¹²⁸ Hierbij zijn de beleidsregels van DNB niet opgeteld. Er is sprake van een grote hoeveelheid regels, bovendien wordt het financiële recht niet alleen in de Wft geregeld, maar ook in het BW.¹¹²⁹ Naast de enorme omvang van de regels in de Wft constateert Raas in 2013 ook een moeizame relatie van het financiële recht met het privaatrecht. In het financiële recht zijn niet alleen het toezicht op financiële ondernemingen geregeld, en de regels die op hen van toepassing zijn, maar ook regels van privaatrechtelijke aard. De scheidslijn tussen het toezichtrecht en het privaatrecht is steeds minder duidelijk komen te liggen.¹¹³⁰ Als voorbeeld kunnen de arresten dienen waarin de privaatrechtelijke zorgplicht bij particuliere optiehandel gestalte heeft gekregen.¹¹³¹ In de Wft zijn deze zorgplichten gecodificeerd in art. 4:23 en 4:24 Wft en art. 80a-d, 85 en 86 Bgfo. De Richtlijn betaaldiensten uit 2007 is deels gecodificeerd in het BW en deels in de Wft. Deze regeling maakt dat de AFM handhavend kan optreden indien een privaatrechtelijke norm geschonden wordt. De meest uitgesproken vermenging van het financiële toezichtrecht en het privaatrecht betreft de invoering van de generieke zorgplicht van art. 4:24a Wft sinds 1 januari 2014.¹¹³² Dit artikel vertoont overeenkomsten met de norm van art. 7:401 BW, de zorg die

1126. *Kamerstukken II* 2005/06, 29 708, nr. 19, p. 392-393.

1127. Herziening Wft: verkenning, p. 23.

1128. Raas 2013, p. 10.

1129. Consumentenkredietovereenkomsten, oneerlijke handelspraktijken en betalingstransacties.

1130. Raas 2013, p. 11 (met verwijzing naar: C.M. Grundmann-van de Krol, *Het effectenrecht, tussen publiek- en privaatrecht*, *Oratie UvT*, Den Haag: Boom Juridische uitgevers 2002).

1131. HR 5 juni 2009, ECLI:NL:HR:2009:BH2815, NJ 2012/182; HR 5 juni 2009, ECLI:NL:HR:2009:BH2811; HR 5 juni 2009, NJ 2012/183, HR 5 juni 2009, ECLI:NL:HR:2009:BH2822, NJ 2012/184.

1132. Lid 1: Een financiële dienstverlener neemt op zorgvuldige wijze de gerechtvaardigde belangen van de consument of begunstigde in acht. Lid 2: Een financiële dienstverlener die adviseert, handelt in het belang van de consument of begunstigde.

een goed opdrachtnemer moet betrachten. In aanloop naar de invoering van art. 4:24a Wft is kritiek geuit, onder meer ten aanzien van problemen met rechtszekerheid en het legaliteitsbeginsel.¹¹³³

6.2 De veranderde focus en doelstellingen in de financiële toezicht-wetgeving

De visie en drijfveren achter het huidige financiële toezicht in Nederland zijn voor een groot deel bepaald door de financiële crisis die in 2008 begon.¹¹³⁴ De aanleiding van de crisis in Nederland was driedelig en wordt door Stellinga (2015) als volgt beschreven: i) de sector in Nederland was fragiel en hierdoor was sprake van een grote impact vanwege de problemen op de internationale financiële markten en de nationale huizenmarkt. ING had via haar Amerikaanse dochter op grote schaal geïnvesteerd in de Amerikaanse hypotheekproducten. En aan de passivakant maakten Nederlandse grootbanken gebruik van kortlopende leningen, die leidden tot financieringsproblemen toen de crisis losbarstte. Het eigen vermogen van de Nederlandse banken was laag en hierdoor konden zij weinig schokken en verliezen opvangen. De problemen op de huizenmarkt hebben ook bijgedragen aan de ernst en omvang van de crisis in Nederland; ii) de Nederlandse economie werd hard getroffen, omdat de mondiale vraag drastisch terugliep en daarmee de mondiale handel. Financiële ondernemingen vervullen een belangrijke faciliterende rol in de internationale handel en problemen bij financiële instellingen hadden een negatief effect op de export. Er was sprake van een wederzijds effect. Er was minder handel en financiële ondernemingen hadden minder middelen om de handel te faciliteren, met grote nadelen voor de Nederlandse economie als gevolg en iii) een sterke terugval in de binnenlandse consumptie heeft ook bijgedragen aan de ernst en omvang van de financiële crisis. De factoren die hieraan bijdroegen waren een afnemend consumentenvertrouwen, hoge hypotheekschulden gecombineerd met dalende huizenprijzen en een toenemende werkloosheid en daarmee samenhangende dalende inkomsten.¹¹³⁵

Het macroprudentieel toezicht in Nederland is na de crisis gewijzigd door een aanpassing van de Bankwet in 2014, waardoor DNB mandaat heeft gekregen om financiële stabiliteit te bevorderen.¹¹³⁶ Er is een Financieel Stabiliteitscomité opgericht door DNB, de AFM en het Ministerie van Financiën, met als doel het signaleren van financiële risico's en het doen van aanbevelingen.¹¹³⁷ Na de crisis is het besef gegroeid dat systeemrisico's en leverage-ratios van grote invloed zijn op de financiële stabiliteit en het ontstaan van een financiële crisis. Vanuit dit inzicht zijn nieuwe beleidsdoelen geformuleerd ten aanzien van kapitaal- en marktregulering, met

1133. Zie ook: N.A. van Opbergen, 'De wenselijkheid van een algemene zorgplicht in de Wft', *Onderneming en Financiering* 2013-21, p. 20.

1134. Zie: M.F.M. van den Berg, H.F.L. Goverde & C.W.M. Vergouwten, 'De beperkte macht van de regel. De kracht van sturen op gewenst gedrag bij veranderingen in de financiële en zorgsector', *MvV* 2016-11, p. 298.

1135. B. Stellinga, *Europese financiële regulering voor en na de crisis – working paper, wetenschappelijke raad voor het regeringsbeleid*, Den Haag: 2015, p. 54-55 (met verwijzing naar rapporten van Commissie De Wit 2010, SER 2013, Masseling en Van den Noord 2009 en Chang en Jones 2013).

1136. DNB, *De financiële stabiliteitstaak van DNB*, Amsterdam: 2016, p. 5.

1137. Stellinga 2015, p. 62.

name ten aanzien van het tegengaan van too big to fail en een uitbreiding van het overheidstoezicht en -regulering.¹¹³⁸ De veranderingen in het macroprudentieel toezicht zijn grotendeels bepaald door Europese en supranationale ontwikkelingen, met name Basel III en het CRD IV-pakket.

In 2009 is door DNB een begin gemaakt met het gestalte geven aan het toezicht op gedrag en cultuur in de Nederlandse financiële sector.¹¹³⁹ De achterliggende veronderstelling is dat toezichtproblemen ten aanzien van kapitaal, integriteit en risicomanagement een gedragsoorzaak hebben.¹¹⁴⁰ Deze nieuwe vorm van toezicht is tot stand gekomen tijdens de financiële crisis. De aantasting van het vertrouwen in het fundament van het financiële stelsel is een primaire aanleiding geweest voor deze nieuwe toezichtrol, er was tevens sprake van maatschappelijke verontwaardiging en een roep voor DNB om actief toezicht te houden op gedrag en cultuur in de financiële sector.¹¹⁴¹ DNB stelt in 2009 dat financieel toezicht onvoldoende is gebleken om eigenbelang in de sector ten koste van derden tegen te gaan. Een verschuiving naar principle-based toezicht met open normen deed een groter beroep op eigen verantwoordelijkheid en normbesef en dit systeem heeft onvoldoende gewerkt. Integer gedrag van instellingen en personen is de voornaamste doelstelling en de aangewezen wijze om dit te beïnvloeden is via de bedrijfscultuur. Het toezicht op de interne cultuur wordt door DNB gezien als een onderdeel van de prudentiële toezichtstaak.

De door DNB geformuleerde zeven elementen van een integere bedrijfscultuur zijn nadrukkelijk gestoeld op inzichten en theorieën uit de bedrijfsethiek.¹¹⁴²

- i. Belangenafweging/evenwichtig handelen: alle relevante belangen onderkennen en zichtbaar meewegen;
- ii. Consistent handelen: handelen in lijn met doelstellingen en keuzes;
- iii. Bespreekbaarheid: stimuleren van een positief kritische houding van werknemers en ruimte geven voor het bespreken van besluiten, andere opvattingen, fouten en taboes;
- iv. Voorbeeldgedrag: 'good behaviour at the top' (persoonlijke integriteit, waaronder het voorkomen van (de schijn van) belangenverstrengeling);
- v. Uitvoerbaarheid: realistische targets stellen en het wegnemen van perverse prikkels en verleidingen;
- vi. Transparantie: vastleggen van en communiceren over doelstellingen en principiële keuzes naar alle stakeholders toe;
- vii. Handhaving: aan niet-naleving worden consequenties verbonden.

De wettelijke basis van het toezicht op gedrag en cultuur wordt gevonden in Wft: de bepalingen 3:10 en 3:17 Wft. Op grond van deze bepalingen moeten financiële

1138. Idem, p. 65.

1139. DNB, *De 7 elementen van een integere cultuur*, Amsterdam: 2009, te raadplegen via: <http://www.toezicht.dnb.nl/5/18/7/50-205006.jsp>.

1140. Zie ook: A.G. van Dijk & W.H.J.M. Nuijts, 'Gedrag & cultuur toezicht en de samenhang met de 'governance' van een financiële instelling', *Ondernemingsrecht* 2015; J.G.C.M. Galle & M.E.P.A.R. Jans, 'Transparantie van banken over gedrag en cultuur', *TFR* 2016-7/8, p. 315.

1141. DNB 2009, p. 1.

1142. Idem, p. 6.

instellingen een adequaat beleid voeren gericht op het tot stand brengen en waarborgen van een integere en beheerste bedrijfsvoering. De nadruk hierbij ligt op het verkrijgen van een helder zicht op de bedrijfsprocessen en het in kaart brengen van risico's, waarvoor voldoende beheersmaatregelen getroffen kunnen worden. Een financiële instelling kan tot op zekere hoogte bepalen hoe zij invulling geeft aan deze eis, maar in het Besluit prudentiële regels worden minimumnormen gesteld ten aanzien van management, beleidscycli, belangenverstrengeling, incidenten, integriteitsgevoelige functies en cliëntacceptatie.¹¹⁴³

De wettelijke eisen die aan een beheerste en integere wetgeving worden gesteld zijn toegespitst op het tegengaan van wetsovertredingen, strafbare feiten die begaan kunnen worden door de onderneming of werknemers, het tegengaan van het schenden van vertrouwen in de onderneming of financiële markten en het tegengaan van handelingen die in strijd zijn met wat volgens het ongeschreven recht en in het maatschappelijk verkeer betaamt. De plicht om deze zaken te voorkomen is de oorspronkelijke compliance gedachte.¹¹⁴⁴ Het proactief prescriptief invullen van de gewenste cultuur en bedrijfsvoering is niet af te leiden uit art. 3:10 en 3:17 Wft, hiervoor diende een andere rechtvaardiging gevonden te worden. In de wetsgeschiedenis van de Wft heeft DNB de aanknopingspunten gevonden om een meer uitgebreide invulling te geven aan integriteitstoezicht. Een integriteitsbewuste bedrijfscultuur is door de wetgever beoogd en dit betekent dat financiële ondernemingen analyses maken van integriteitsrisico's en op een systematische wijze deze inzichten vertalen in organisatorische en administratieve processen waardoor bijgedragen wordt aan een bedrijfscultuur waarin integer handelen is ingebed.

DNB (in 2009) beschrijft dat zij over diverse handhavingsmaatregelen beschikt om integer gedrag af te dwingen, zoals beleid, maatregelen en procedures. Bij handelingen door financiële ondernemingen die indruisen tegen maatschappelijke waarden kan opgetreden worden met boetes of een last onder dwangsom. DNB baseert zijn toezichthoudende bevoegdheid op het gedrag en cultuur op art. 3:17 Wft, echter de wetgever heeft hierover bij de totstandkoming van de Wft gesteld dat vooraf niet altijd vast te stellen is of een handeling indruist tegen hetgeen in het maatschappelijk verkeer betaamt en dat de maatschappelijke norm voortdurend in beweging is. Alleen die schendingen die het vertrouwen in de financiële markten ernstig schaden zouden onder de reikwijdte van dit artikel moeten vallen.¹¹⁴⁵

DNB heeft aangegeven dat een dergelijke benadering van de norm handhaven bemoeilijkt en dat een stevigere basis in wet- en regelgeving gewenst is.¹¹⁴⁶ Uit de in 2010 gepubliceerde 'Thema's Toezicht' van DNB valt op te maken dat gedrag en cultuur, strategie en bedrijfsmodellen¹¹⁴⁷ belangrijke speerpunten zijn, in het licht van de inzichten die de financiële crisis heeft gebracht.¹¹⁴⁸ Ten aanzien van integriteit wordt gesteld dat de crisis heeft aangetoond dat soliditeit niet alleen een be-

1143. DNB 2009, p. 4.

1144. Idem, p. 4.

1145. *Kamerstukken II* 2004/05, 29 708, nr. 10, p. 244.

1146. DNB 2009, p. 5.

1147. Tevens uitbesteding, juistheid van rapportages en het beleggingsbeleid bij verzekeraars en pensioenfondsen.

1148. DNB, *Thema's toezicht*, Amsterdam: 2010.

drijfseconomisch aspect heeft, maar ook een integriteits- en morele component.¹¹⁴⁹ Door DNB worden hoge beloningen, grote risicobereidheid en de verkoop van ondeugdelijke producten gezien als tekortkomingen in de integriteit en governance van financiële ondernemingen. Aan de hand van een in 2009 uitgevoerd onderzoek naar de invloed van gedrag en cultuur op de integriteit van financiële ondernemingen definieert zij integriteit als volgt:

‘DNB verstaat onder integer gedrag een professionele, individuele verantwoordelijkheid, waarbij iemand zich bewust is van en zorgvuldig rekening houdt met rechten, belangen en wensen van andere belanghebbenden, transparant opereert, en bereid is om verantwoordelijkheid te nemen voor genomen beslissingen en acties. Een integere cultuur doelt vervolgens op een sfeer en klimaat waarin een instelling handelt op een manier die uitlegbaar en verantwoordbaar is, die de professionele, individuele verantwoordelijkheid stimuleert en beloont en waarmee niet alleen naar de letter maar ook naar de geest van de wet wordt nageleefd.’¹¹⁵⁰

Uit de beleidsvisie 2010-2014 van DNB bleek het inzicht dat het toezichtinstrumentarium in aanloop en tijdens de financiële crisis ontoereikend is gebleken, zowel qua reikwijdte als inhoud. Belangrijke aanscherpingen van de liquiditeits- en solvabiliteitseisen en verzwaarde kapitaaleisen waren geboden en tevens scherper toezicht en strengere eisen die gesteld worden aan gesecuritiseerde financiële producten en off-balance vehikels (special purpose vehicles en schaduwbankieren) en handelsboekposities.¹¹⁵¹ De inzichten uit de crisis hebben DNB ertoe bewogen om twee belangrijke wijzigingen in de toezichtaanpak door te voeren.¹¹⁵² De crisis heeft aangetoond dat de verwevenheid van financiële ondernemingen onderling en met de reële economie groter was dan verwacht. Het prudentieel toezicht moet om deze reden een meer macro-oriëntatie hebben, een focus op risicogebieden in samenspel met de traditionele instelling-georiënteerde aanpak. De tweede verandering in de toezichtstaak van DNB is dat naast de focus op kwantitatieve criteria als solvabiliteit, liquiditeit er meer aandacht gewenst is voor kwalitatieve criteria zoals het bedrijfsmodel, strategie, gedrag en cultuur. De argumenten van DNB voor deze verruiming van het prudentieel toezicht zijn logisch, in het licht van de financiële crisis. Het fenomeen ‘too big to fail’ heeft zich ook in Nederland gemanifesteerd, ABN-AMRO en SNS moesten genationaliseerd worden en ING had een enorme kapitaalinjectie nodig. De inzichten die de crisis heeft gegeven in systeemrisico’s en de onderlinge afhankelijkheid en verwevenheid van banken maakt dat een instellingsgerichte benadering ontoereikend is. Ten aanzien van de wettelijke taak zijn hier ook geen directe knelpunten te herkennen in verband met de wettelijke basis van de toezichtsbevoegdheid. Een meer macroprudentiële benadering van het toezicht op de in Nederland onder toezicht staande banken is gericht op de stabiliteit van en het vertrouwen in de financiële sector.

1149. Idem, p. 6.

1150. Idem, p. 1.

1151. DNB, *Visie DNB Toezicht 2010-2014*, Amsterdam: 2010, p. 5.

1152. Idem, p. 6-7.

Het inzicht dat de crisis niet alleen veroorzaakt is door kwetsbaarheden ten aanzien van liquiditeit, solvabiliteit en kapitaal is niet voldoende om de prudentiële taak uit te breiden tot kwalitatieve elementen in de ondernemings sfeer. De redenering die DNB hiervoor mijns inziens hanteert is als volgt:

- i. DNB is op grond van art. 1:24 Wft als prudentieel toezichthouder verantwoordelijk voor de stabiliteit van het Nederlandse financiële stelsel en voor het vertrouwen dat men heeft in financiële ondernemingen en de sector als geheel. Men houdt toezicht op de soliditeit van individuele financiële ondernemingen;
- ii. 'De crisis heeft eens te meer laten zien dat soliditeit niet alleen een bedrijfs-economische component heeft, maar ook een integriteit en morele component.' (DNB 2010);¹¹⁵³
- iii. Conclusie: DNB breidt de toezichthoudende taak uit tot kwalitatieve aspecten die – wanneer niet goed gereguleerd – een destabiliserend effect kunnen hebben. Daarmee komt de interne bedrijfsvoering binnen het bereik van het prudentieel toezicht.

Vanuit het bestuursrechtelijke legaliteitsbeginsel kan deze uitbreiding bekritiseerd worden. Immers, het optreden van DNB, als bestuursorgaan, dient op een uitdrukkelijke wettelijke grondslag te berusten. Het toezicht op gedrag en cultuur, zoals DNB dit heeft uitgebreid, was niet direct gebaseerd op een wettelijke uitbreiding, maar op een veranderde interpretatie van de rol als prudentieel toezichthouder. Een grond kan gevonden worden in de toelichting op art. 10 Besluit Prudentiële regels Wet op het financiële toezicht waarin is aangegeven dat het beleid en de procedures ten aanzien van integriteit bijdragen aan een integere bedrijfscultuur.¹¹⁵⁴ Bökkerink en Veldhuis (2011) geven aan dat ook een rapport van het IMF uit 2010, getiteld 'The making of good supervision: learning to say no' heeft onderstreept dat problemen in de bedrijfscultuur relevant zijn bij het mogelijk ontstaan van prudentiële risico's.¹¹⁵⁵

Sinds 2011 houdt DNB actief toezicht op gedrag en cultuur van onder haar toezicht vallende instellingen.¹¹⁵⁶ Deze vorm van toezicht is toegespitst op twee vragen:

- i. Welke – positieve dan wel negatieve – invloed hebben menselijk handelen en groepsdynamische processen op de financiële prestaties, integriteit en de reputatie van de instelling? En welke faciliterende of remmende rol speelt de cultuur van de instelling hierin?
- ii. Welke maatregelen zijn nodig om de risico's van menselijk gedrag zo veel mogelijk weg te nemen?

DNB ziet toezicht op gedrag en cultuur als een aanvulling op traditioneel toezicht en onderschrijft dat veel toezichtproblemen een onderliggende gedragscomponent kennen, een zogeheten 'root cause'. DNB is van mening dat de slagkracht vergroot is met de invoering van cultuur en gedragstoezicht, omdat het gedrag dat later problemen zou kunnen veroorzaken vroegtijdig gesignaleerd kan worden. Het

1153. Idem, p. 12.

1154. Zie: M.J. Bökkerink & I. Veldhuis, 'Toezicht op gedrag en cultuur', in: *Handboek Compliance 2011*, Capelle aan den IJssel: Nederlands Compliance Instituut 2011, p. 153.

1155. IMF, *The making of good supervision: learning to say 'no'*, IMF staff position note, 2010.

1156. DNB, *Brochure gedrag en cultuur*, Amsterdam: 2015, p. 5.

toezicht op gedrag en cultuur is – net als traditioneel toezicht – risico-gebaseerd, dit betekent dat voornamelijk toezicht wordt gehouden op instellingen die van belang zijn voor de financiële stabiliteit van de Nederlandse financiële sector. Enkele uitgangspunten van het gedragstoezicht zijn de veronderstelling dat iedere financiële onderneming verantwoordelijk is voor de eigen cultuur en dat DNB niet een bepaalde cultuur voorschrijft. Hierbij zijn kanttekeningen te plaatsen, omdat een adequate risicobeheersing, zelfreflectie op de cultuur en het bestrijden van een cultuur die aanzet tot niet-integer gedrag ook tot de uitgangspunten van het beleid behoren.

De aannames die ten grondslag liggen aan het toezicht op gedrag en cultuur zijn als volgt:¹¹⁵⁷

- i. Om een volgende crisis te voorkomen is meer nodig dan alleen regels en wetten aan te scherpen;
- ii. Er bestaat een samenhang tussen het publieke vertrouwen in financiële instellingen en financiële stabiliteit;
- iii. Het (besluitvormings)gedrag van bestuurders is in grote mate bepalend voor de cultuur en de prestaties van de financiële instelling;
- iv. Financiële instellingen zijn verantwoordelijk voor gedrag en cultuur: DNB gaat ook in dit opzicht niet op de stoel van de bestuurder zitten;
- v. Gedrag en cultuur is een integraal onderdeel van de bedrijfsvoering. Effectieve aansturing is alleen mogelijk als structuur en cultuur hand in hand gaan;
- vi. Er bestaat geen blauwdruk voor een 'ideale' cultuur. Wel kan een cultuur risico's met zich brengen, in het toezicht gaat het om het identificeren en beheersen daarvan;
- vii. Het toezicht op gedrag en cultuur is toepasbaar op alle groepen binnen een instelling. Dus niet alleen aan de top.'

Houben (2014) bespreekt de wettelijke basis van het toezicht op gedrag en cultuur door DNB en stelt dat men dit niet in eerste instantie associeert met de soliditeit van de onderneming. Gedragstoezicht wordt eerder in verband gebracht met de rol en taak van de AFM.¹¹⁵⁸ DNB beoogt een ander aspect van het gedrag en cultuur van financiële ondernemingen te reguleren, namelijk de governance van financiële ondernemingen in het kader van de soliditeit, aldus Houben.¹¹⁵⁹ Met Houben stel ik de vraag hoe het toezicht op gedrag en cultuur te plaatsen is onder het bereik van art. 3:10 Wft (adequaate beleid gericht op een integere uitoefening van het bank- of verzekeringsbedrijf) en art. 3:17 Wft (het inrichten van de bedrijfsvoering ter waarborging van een beheerste en integere uitoefening van het bedrijf). DNB heeft de minister verzocht om art. 17 Besluit prudentiële regels Wft aan te passen met de toevoeging dat ondernemingen zorg dienen te dragen voor gedragsnormen binnen de bedrijfscultuur gericht op integer gedrag en toereikende risicobeheersingsprocessen, en dat deze normen zijn verwerkt in de bedrijfsprocessen.¹¹⁶⁰ Deze wijziging heeft voorsnog niet plaatsgehad en voorsnog wordt de wettelijke basis voor het toezicht op gedrag en cultuur geschaard onder het toezicht op de vereiste beheerste en integere bedrijfsvoering. DNB wordt politiek en juridisch gesteund in

1157. Overgenomen uit de brochure, p. 7.

1158. R.A.M. Houben, 'Toezicht op cultuur en gedrag, op de grens van toezicht', *TFR* 2014, p. 360 e.v.

1159. Idem, p. 361.

1160. Idem, p. 362.

de uitbreiding van de prudentiële toezichtstaak door Europese ontwikkelingen. In de Capital Requirements Directive IV zijn meerdere bepalingen opgenomen die betrekking hebben op het gedrag en cultuur van financiële ondernemingen.¹¹⁶¹

Uit de Visie Toezicht 2014-2018 blijkt een continuering van de beleidsdoelen die zijn uiteengezet in de Visie 2010-2014 en het Plan van Aanpak Cultuurverandering DNB.¹¹⁶² Het prudentieel toezicht is verder aangescherpt door middel van meer themagericht toezicht, dat sectorbreed wordt aangepakt, de koppeling van macroprudentiële analyse en microprudentieel toezicht, wat betekent dat risico's die herkend worden op het niveau van het financiële stelsel als belangrijke input worden gebruikt bij het vaststellen van het risicoprofiel van individuele instellingen. Tevens is het toezicht meer vooruit gericht, waarbij een toegenomen aandacht is ontstaan voor het bedrijfsmodel van ondernemingen, de cultuur en bedrijfsprocessen. Deze factoren worden – na de crisis – als belangrijke invloeden gezien op de lange-termijn soliditeit van de onderneming en daarmee een centraal aspect van het toezicht van DNB.¹¹⁶³ In de Visie 2014-2018 is een kleinere plaats ingeruimd voor toezicht op integriteit. Er wordt onderstreept dat integriteit, naast financiële soliditeit essentieel is voor vertrouwen in de financiële sector, en dat integriteitsincidenten gepaard gaan met een zorgelijke risicocultuur en het schaden van vertrouwen, maar een verwijzing naar de eerder geformuleerde zeven aspecten van een integere cultuur ontbreken. DNB geeft aan dat integriteitstoezicht wettelijk is verankerd in de WFT, Wvft en de Sanctiewet en dat gebeurtenissen zoals de nationalisatie van SNS en de Libor-fraude hebben aangetoond dat integriteitstoezicht dient te worden geïntensiveerd. De Visie 2010-2014 bevatte een groot aantal uitgewerkte onderwerpen gericht op de wenselijke invulling van integriteit en cultuur, er is een verschuiving zichtbaar in de Visie 2014-2018. DNB geeft aan een aantal verbeteringen te hebben doorgevoerd gericht op een heldere strategie met duidelijke doelen. De nadruk ligt op compliance, risicobeheersing en een integer bestuur, maar ook op integriteitsschendingen, voor zover deze door DNB te signaleren zijn. Door gebruik te maken van een verbeterde risicoanalyse en informatie-uitwisseling tracht DNB eerder patronen te herkennen naar aanleiding waarvan gehandeld kan worden. Bij het constateren van integriteitsschendingen zal DNB in samenspraak met het Financieel Expertisecentrum reageren, waarbij prioriteit wordt gegeven aan de meest schadelijke en risicovolle incidenten.

In 2015 publiceerde DNB het boek 'Supervision of behaviour and culture', waarin onder meer de balans werd opgemaakt van vijf jaar toezicht op gedrag en cultuur.¹¹⁶⁴ Sinds 2010 heeft DNB 54 onderzoeken uitgevoerd naar gedrag en cultuur bij financiële ondernemingen in Nederland.¹¹⁶⁵ De drie premissen die door DNB gehanteerd worden bij het onderzoek naar gedrag en cultuur zijn: i) *het uitbreiden van regels en reguleringen is niet voldoende*. Deze premisse ligt ten grondslag aan het toezicht van DNB op gedrag en cultuur, het uitbreiden van regels is niet voldoende om een

1161. Richtlijn 2013/36/EU van het Europees Parlement en de Raad van 26 juni 2013 betreffende toegang tot het bedrijf van kredietinstellingen en het prudentieel toezicht op kredietinstellingen en beleggingsondernemingen (CRD IV), (54).

1162. DNB, *Visie DNB toezicht 2014-2018*, Amsterdam: 2014.

1163. Idem, p. 16.

1164. DNB, *Supervision of behaviour and culture*, Amsterdam: 2015, p. 17.

1165. 20 banken, 17 verzekeringsmaatschappijen, 11 pensioenfondsen en 6 trustkantoren.

crisis te voorkomen. Nadat Lehman Brothers in 2008 failliet ging was sprake van een grote toename van financiële regulering en strikter toezicht. DNB stelt dat uit eerdere crises is gebleken dat aan een toename van regulering en toezicht ook nadelen kleven en dat deze intensivering eigen risico's met zich brengt. Uit analyses van de crisis is gebleken dat menselijk gedrag een belangrijke drijfveer geweest is van hetgeen misging. Als de toezichtregels voornamelijk gebaseerd zijn op kapitaal en liquiditeitseisen, dan voorkomt dit niet het nemen van excessieve risico's. Meerdere rapporten die na de crisis zijn uitgekomen hebben benadrukt dat toezichthouders zich tevens dienen te richten op gedrag en niet alleen op structurele zaken, zoals de samenstelling van de raden van bestuur en het mandaat;¹¹⁶⁶ ii) *de verbondenheid tussen publiek vertrouwen en financiële stabiliteit*. DNB signaleert een sterke connectie tussen het veronderstelde gedrag en de cultuur van financiële ondernemingen en het vertrouwen dat het publiek in de sector heeft. Vertrouwen is de basis van ons financiële stelsel. De belangrijkste knelpunten die tijdens en na de crisis hebben geleid tot een verminderd vertrouwen van de maatschappij in banken zijn een integere cultuur, een deugdelijk beloningsbeleid en een duurzaam verdienmodel. De verantwoordelijken voor het waarborgen van een integere cultuur – waar voldoende aandacht bestaat voor klanten en risico's en waar schadelijk en illegaal gedrag niet wordt getolereerd – zijn de directie en het management. De bedrijfspraktijken van banken dienen solide en integer te zijn, dit zijn voorwaarden om te kunnen komen tot publiek vertrouwen in het financiële stelsel. Het gedrag en de cultuur van financiële ondernemingen moeten bijdragen aan het verstevigen van deze soliditeit en integriteit, vandaar dat DNB deze aspecten tot haar toezichtstaak rekent¹¹⁶⁷ en iii) *gedrag en cultuur maken onderdeel uit van solide handelspraktijken*. De derde premisse is volgens DNB direct verbonden met de tweede premisse en stelt dat financiële instellingen een solide en geïntegreerde ondernemingsbrede kijk en 'mission-statement' over gedrag en cultuur dienen te ontwikkelen. Tevens dienen processen te worden ontwikkeld gericht op het identificeren en managen van risico's die gerelateerd zijn aan gedrag en cultuur. Het leiderschap van financiële instellingen is uiteindelijk verantwoordelijk voor het verbeteren van het gedrag van banken en zij dient daarbij te handelen binnen de kaders die door de toezichthouders worden gesteld. Zij dienen de in de financiële instelling heersende waarden te bepalen vanuit het gegeven 'tone at the top'.¹¹⁶⁸

De AFM, als gedragstoezichthouder in het Twin Peaks toezichtmodel, houdt van rechtswege toezicht op het gedrag van onder toezicht staande financiële instellingen. De grondslag van het toezicht door de AFM is art. 4.1 Wft¹¹⁶⁹ dat is gericht op ordelijke en transparante marktprocessen, zuivere verhoudingen tussen marktpartijen en zorgvuldige behandeling van cliënten. De toezichtdoelen van de AFM kunnen bereikt worden als de markt ordelijk functioneert en vraag, aanbod en markttoegang goed functioneren. Tevens dient de informatie beschikbaar en toegankelijk te zijn

1166. Group of Thirty (G30), *Towards effective governance of financial institutions*, Washington: 2012; Financial Stability Board, *Guidance on supervisory interaction with financial institutions on risk culture. A framework for assessing risk culture*, Basel: 2014; DNB, *Leading by example: conduct in the board room of financial institutions*, Amsterdam: 2013.

1167. DNB 2015, p. 30.

1168. DNB 2015, p. 31.

1169. En tevens: art. 1 BGFO Wft, art. 1 BM WFT, art. 1 BMZKUI.

om beslissingen te kunnen nemen. De AFM ziet tevens toe op de regels die betrekking hebben op transacties, opdat er tussen marktdeelnemers sprake kan zijn van zuivere verhoudingen en een marktevenwicht. Het gedragstoezicht heeft mede tot doel het bewerkstelligen van zorgvuldige omgang van financiële ondernemingen met klanten, hierbij is de consumentenbescherming gebaat. In financiële dienstverlening is — zo stelt de AFM — sprake van een aanzienlijke informatiekloof tussen aanbieders en consumenten van financiële producten. In het algemene deel van de Wft is het doel en de reikwijdte van het gedragstoezicht uiteengezet en in deel vier zijn de nadere regels omtrent het gedragstoezicht op financiële ondernemingen neergelegd, met een materiële invulling in het Besluit gedragstoezicht financiële ondernemingen en nadere regeling gedragstoezicht financiële ondernemingen Wft. Het gedragstoezicht op financiële markten is neergelegd in deel vijf van de Wft. Toen de Wft werd ingevoerd claimden beide toezichthouders het onderwerp corporate governance.¹¹⁷⁰ De Minister van Financiën heeft gesteld dat corporate governance, als uiting van algemene beginselen van goed ondernemingsbestuur, tot de algemene aspecten van de bedrijfsvoering behoort en dat daarmee de vergunningverlenende instantie de bevoegde toezichthouder is: voor banken is dit DNB en de AFM voor instellingen die zij een vergunning verleent. Uit de toezichtagenda 2016-2018 van de AFM blijkt dat de rol van de Nederlandse toezichthouders en de invulling die aan de toezichthoudende rol gegeven wordt aan ingrijpende veranderingen onderhevig is, deels veroorzaakt door technologische en maatschappelijke veranderingen.¹¹⁷¹ De beleidsdoelen die de AFM in 2016 stelde zijn in drievoud: i) het verkleinen van ongewenste risico's in financiële markten door regulier en thematisch toezicht; ii) het versterken van toezicht door te investeren in nieuwe technologie en methoden en iii) het vergroten van de effectiviteit, efficiëntie en wendbaarheid van de organisatie van de AFM.¹¹⁷² Galle en Jans (2017) stellen:

‘Binnen de gestelde kaders van het prudentieel toezicht en het recentere toezicht op gedrag en cultuur heeft de bank de eigen verantwoordelijkheid en ruimte voor de ontwikkeling van verantwoord gedrag en een gezonde cultuur. Transparantie naar buiten toe is daar een belangrijk voorbeeld van.’¹¹⁷³

Galle en Jans doen hiervoor enkele voorstellen, zoals het opnemen van een paragraaf in het jaarverslag expliciet gewijd aan gedrag en cultuur (mede ter bevordering van maatschappelijk vertrouwen); het beschrijven van de vooruitgang die geboekt is ten opzichte van het voorgaande boekjaar; en het onderkennen dat het onderwerp ‘verantwoord gedrag en een gezonde cultuur’ veelomvattende onderwerpen zijn en dat niet over ieder aspect jaarlijks gerapporteerd kan worden. Galle en Jans geven daarbij aan dat met name specifieke informatie over de eigen risicocultuur verschaft zou moeten worden.¹¹⁷⁴

1170. Vletter-Van Dort 2006, p. 16.

1171. AFM, *Agenda 2016-2018*, Amsterdam: 2016, p. 7.

1172. Idem, p. 11.

1173. J.G.C.M. Galle & M.E.P.A.R. Jans, ‘Transparantie van banken over gedrag en cultuur’, *TFR* 2016-7/8, p. 321.

1174. Idem, p. 321.

Het toezicht van de AFM en DNB op de corporate governance van financiële instellingen komt nadrukkelijk tot uiting in de toetsing van de geschiktheid van dagelijkse beleidsbepalers en interne toezichthouders van financiële instellingen.¹¹⁷⁵

Voor de crisis lag de nadruk van de toezichthouders bij de toetsing van beleidsbepalers voornamelijk op betrouwbaarheid, maar vanwege de crisis is – met name op Europees niveau – een toenemende nadruk op geschiktheid komen te liggen.¹¹⁷⁶

Het De Larosière rapport (2009) en het Groenboek Corporate Governance (2010) van de Europese Commissie hebben de aanzet gegeven voor een heroverweging van de bepaling van geschiktheid en betrouwbaarheid van bestuurders en beleidsbepalers van financiële instellingen. In het Groenboek zijn met name argumenten naar voren gebracht die stellen dat de selectiecriteria voor bestuurders en commissarissen dienen te worden aangescherpt waarbij risicobeheersing en tevens de normering van gedragskenmerken belangrijk gevonden worden. In 2011 brachten AFM en DNB de Beleidsregel geschiktheid uit, welke open geformuleerde eisen bevatte. Kort daarna, in juli 2012, zou de Wet introductie geschiktheidseis in werking treden, waarmee art. 3:8 en 4:9 Wft gewijzigd werden.¹¹⁷⁷ Uit de memorie van toelichting bij het Wetsvoorstel introductie geschiktheidseis valt op te maken dat met de geschiktheidseis gepoogd wordt aan te sluiten bij:

‘(...) de ontwikkelingen in de maatschappij en in de praktijk waarbij steeds hogere eisen worden gesteld aan de deskundigheid van de dagelijkse beleidsbepalers van financiële ondernemingen en trustkantoren.’¹¹⁷⁸

De motivatie om de geschiktheidseis in te voeren is zowel op nationale en Europese ontwikkelingen gebaseerd. De commissie De Wit en de commissie Scheltema adviseerden beide een kritische evaluatie van de toetscriteria in de Wft en Wet toezicht trustkantoren.¹¹⁷⁹ De Adviescommissie Toekomst Banken adviseerde ook maatregelen gericht op het tot stand brengen van evenwichtige en voldoende gekwalificeerde raad van commissarissen. Deze commissarissen moeten over de juiste kwaliteiten beschikken om de commissies te vormen die bij de bank uit de raad van commissarissen gevormd moeten worden.¹¹⁸⁰

In de memorie van toelichting wordt opgemerkt dat de toezichthouders onderscheiden verantwoordelijkheden hebben, gebaseerd op het onderscheid in de Wft tussen gedrags- en prudentieel toezicht. De wetgever betoogt dat bij de beoordeling van de betrouwbaarheid van beleidsbepalers geen onderscheid gemaakt kan worden

1175. Beleidsregel geschiktheid, 2012.

1176. A.A. van Gelder, ‘De geschiktheidseis voor bestuurders en commissarissen: recente ontwikkelingen in Nederland en Europa’, *Jaarboek Compliance 2012*, Capelle aan den IJssel: Nederlands Compliance Instituut 2012, p. 95.

1177. *Stb.* 2012, 7.

1178. *Kamerstukken II* 2010/11, 32 786, nr. 3 (MvT Wetsvoorstel introductie geschiktheidseis en verstrekte samenwerking tussen toezichthouders), p. 1.

1179. Rapport van de Parlementaire Commissie onderzoek financieel stelsel (Commissie De Wit), Den Haag, 10 mei 2010; Rapport van de Commissie van onderzoek DSB Bank (Commissie Scheltema), Den Haag, 23 juni 2010.

1180. Adviescommissie Toekomst Banken, *Naar herstel van vertrouwen*, Amsterdam: 2009, p. 12 e.v., te raadplegen via: https://www.nvb.nl/media/document/001152_rapport-adviescommissie-toekomst-banken-cie-maas.pdf.

tussen prudentieel- en gedragstoezicht, omdat betrouwbaarheid naar haar aard geen deelbaar begrip is.¹¹⁸¹ Om deze reden is ervoor gekozen om de toezichthouders te laten samenwerken bij de beoordeling van de betrouwbaarheid van de onder toezicht staande functionarissen. Beide toezichthouders dienen te oordelen dat een beleidsbepaler of commissaris betrouwbaar is, unanimititeit is hierbij vereist. Geschiktheid is een begrip dat naar aard en strekking verschilt van betrouwbaarheid en om deze reden zal dit beoordeeld worden door DNB vanuit prudentieel perspectief en door de AFM vanuit gedragsperspectief. Ook hierbij heeft de wetgever een samenwerking tussen de toezichthouders beoogd. Met de inwisseling van de deskundigheidseis door de geschiktheidseis is in 2011 geen strengere regelgeving beoogd dan door de EU-richtlijnen op het gebied van financiële markten voorgeschreven werden. Deze ontwikkeling speelde zich af voor de totstandkoming van het Single Rulebook en de Europese Bankenunie. De toen vigerende richtlijnen bevatten geen concrete invulling van de normen die gelden voor beleidsbepalers en commissarissen.¹¹⁸² De toetsing van geschiktheid en betrouwbaarheid heeft een stevige wettelijke basis in de Wft en Bgfo. De betrouwbaarheidstoetsing van DNB is neergelegd in art. 3:10 Wft en art. 5 t/m 9 Bgfo Wft, art. 4 en 5 Wtt en de beleidsregel betrouwbaarheidstoetsing. De betrouwbaarheidstoets van de AFM is gebaseerd op meerdere bepalingen uit de Wft en het Bgfo Wft, afhankelijk van de onder toezicht gestelde instelling. De geschiktheidstoets van bankbestuurders van DNB vindt zijn wettelijke basis in de art. 3:8, 3:9, 3:100 lid 1 sub b en art. 3:271 Wft. De geschiktheidstoetsing van de AFM is gebaseerd op art. 4:3, 4:9 en 5:29 Wft.¹¹⁸³ De wet bevat geen nadere invulling van het begrip geschiktheid, om deze reden hebben de AFM en DNB in 2012 de Beleidsregel Geschiktheid opgesteld.¹¹⁸⁴ De beleidsregel geeft een nadere invulling van de open normen van art. 3:8 en 4:9 Wft.¹¹⁸⁵ Sinds de invoering van het Europese Single Supervisory Mechanism worden kandidaten van significante instellingen getoetst door de ECB, in samenwerking met de AFM en DNB. De wettelijke grondslagen van de ‘fit and proper assessment’ test die door de ECB wordt uitgevoerd zijn:

- art.4 (1) (e) en 16(2)(m) SSM-Verordening (EU1024/2013);
- art. 93 en 94 SSM Framework Verordening (ECB/201/17);
- art. 13, 91, 115, 121 CRD IV (Richtlijn 2013/36/EU);
- de door de EBA uitgevaardigde ‘Guidelines on the assessment of the suitability of the management body and key function holders’ (EBA/GL/2012/06) en ‘Guidelines on internal governance’ (GL 44).

1181. *Kamerstukken II* 2010/11, 32 786 nr. 3, p. 4.

1182. Zie: *Kamerstukken II* 2010/11, 32 786, nr. 3, p. 3, citaat voetnoot 10.

‘(...) ze staan als voldoende betrouwbaar bekend en beschikken over voldoende (kennis en) ervaring’ (artikel 7, eerste lid, Richtlijn 2009/65/EG, artikel 135 Richtlijn 2006/48/EG, artikel 5, onderdeel i, Richtlijn 2007/64/EG, artikel 13 Richtlijn 2002/87/EG, de artikelen 9 en 37 Richtlijn 2004/39/EG) en ‘hun beroepskwalificaties, -kennis en -ervaring volstaan om een gezond en prudent bestuur mogelijk te maken (deskundigheid); en ze hebben een goede naam en integriteit (betrouwbaarheid)’ (zoals in bijvoorbeeld artikel 42 Richtlijn 2009/138/EG). (...) De bewoordingen in de diverse richtlijnen lopen uiteen en ook de vertalingen lopen uiteen maar in de kern komen deze bepalingen erop neer dat de beleidsbepalers of commissarissen, zoals in moderne richtlijnen het formuleren, ‘fit and proper’ dienen te zijn (zie bijvoorbeeld artikel 17, eerste lid, onderdeel c, Richtlijn 2007/64/EG). In het Nederlands is dit het best te vertalen met ‘geschikt en betrouwbaar’.

1183. Commissie Ottow, *Rapportage Externe evaluatie toetsingsproces AFM en DNB*, Utrecht: 2016, p. 128-129.

1184. *Stcrt.* 3 juli 2012, nr. 13536, Beleidsregel geschiktheid 2012.

1185. A.A. van Gelder, ‘Wat brengt Europa ons voor de geschiktheidstoets van bestuurders en commissarissen?’, in: *Jaarboek Corporate Governance*, Deventer: Kluwer 2014, p. 158.

Op grond van art. 93 CRD IV dienen kandidaten bekend te staan als voldoende betrouwbaar en dienen zij over voldoende kennis, vaardigheden en ervaring te beschikken. Bij deze beoordeling wordt meegewogen welke ervaring, kennis en vaardigheden al aanwezig zijn in het bestuursorgaan.¹¹⁸⁶ De richtlijnen van de EBA zijn gericht op de uitvoering van de geschiktheidstoets en bieden algemene beoordelingscriteria zoals de aard, de complexiteit en de omvang van de instelling.¹¹⁸⁷ De beoordelingscriteria waarop de toezichthouders zich in het proces moeten richten hebben betrekking op kennis, reputatie, ervaring en potentiële belangenconflicten, tijd die beschikbaar is voor de functie, de samenstelling van het bestuurlijk orgaan en de ervaring die in het collectief vereist is.¹¹⁸⁸

Bij de beoordeling van de geschiktheid en betrouwbaarheid van bestuurders en commissarissen wordt (begrijpelijk) onderzoek gedaan naar antecedenten, die worden bijgehouden in een niet-openbaar bestuur register. De antecedenten kunnen strafrechtelijk, financieel, toezicht-gerelateerd en fiscaal-bestuurlijk van aard zijn.¹¹⁸⁹ Een antecedent betekent niet automatisch dat een negatief besluit genomen zal worden over geschiktheid en betrouwbaarheid.¹¹⁹⁰ Er vindt een aanvangstoetsing plaats als een besluit is genomen voor de benoeming van een bestuurder van een financiële instelling die onder het bereik van de Wft valt. De geschiktheidstoets is een beoordeling die gekoppeld is aan de functie en is een verplicht onderdeel van een benoemingstraject, ook als een reeds getoetste functionaris van functie of takenpakket wisselt. De betrouwbaarheidstoets vindt in beginsel eenmalig plaats, behalve als zich feiten voordoen die van invloed kunnen zijn op de beoordeling van de betrouwbaarheid. DNB kan tussentijds besluiten om een hertoetsing uit te voeren, deze kan betrekking hebben op betrouwbaarheid of geschiktheid, of beide. Dit kan slechts als zich feiten voordoen die twijfel doen rijzen bij de toezichthouder over de eerdere toetsing. DNB legt een verband tussen de toetsing op betrouwbaarheid en geschiktheid en de bankierseed of belofte, daar beide regimes op dezelfde functionarissen van toepassing zijn. De bankierseed is wettelijk gestoeld op art. 3:8 Wft, waarin is neergelegd dat de minister aanvullende regels kan stellen voor personen voor wie de geschiktheidstoets geldt. Als een beoogd bestuurder naar aanleiding van het onderzoek en toetsingsgesprek als ongeschikt of onbetrouwbaar beoordeeld wordt dan staat een aantal vervolgmogelijkheden open. De instelling kan besluiten om de kandidaat terug te trekken, er wordt dan geen besluit in be-

1186. Commissie Ottow 2016, p. 132.

1187. Onderdeel 5, EBA/GL/2012/06.

1188. Onderdelen 13,14 en 15 EBA/GL/2012/06. Zie ook: Commissie Ottow, p. 132.

1189. Zie: <http://www.toezicht.dnb.nl/4/2/16/50-229357.jsp>. Strafrechtelijke antecedenten, zoals veroordelingen, transacties (voorwaardelijk) sepot of vrijspraak of ontslag van rechtsvervolg. Financiële antecedenten, zoals persoonlijke of zakelijke financiële problemen. Toezichtantecedenten, zoals onjuist of onvolledig informeren van de toezichthouder, betrokkenheid bij het weigeren of intrekken van een vergunning of opleggen van een formele maatregel. Fiscaal bestuursrechtelijke antecedenten, zoals persoonlijke zakelijke vergrijpboetes. Overige antecedenten, zoals beëindiging inschrijving DSI, tuchtrechtelijke maatregel of een arbeidsconflict.

1190. Er wordt gekeken naar de mate waarin openheid is gegeven, de volledigheid van de gegeven informatie, de aard en ernst van het feit, de omvang en hoogte van de sanctie, de ouderdom van het antecedent, de hoedanigheden van de omstandigheden van het geval, een eventueel patroon in de gedraging, of sprake is van recidive, de hoeveelheid antecedenten en de ouderdom, de tijdsduur tussen de overtreding en de melding bij DNB.

stuursrechtelijke zin genomen, er kan hoogstens een terugkoppelingsgesprek plaatsvinden, maar geen bezwaar of beroep is mogelijk. Als de instelling en de kandidaat besluiten om de procedure voort te zetten dan zendt DNB de instelling en de kandidaat een voornemen tot een negatief besluit en overlegt hiervan tevens een onderbouwing. De instelling en kandidaat kunnen een zienswijze inbrengen als reactie op het voornemen van een negatief besluit, als desondanks een negatief besluit volgt dan staat een bezwaarprocedure bij een andere divisie van DNB open. Dit betreft een vertrouwelijke en niet-openbare procedure die wordt behandeld in overeenstemming met de eisen uit de Algemene wet bestuursrecht. Indien in de bezwaarfase het negatieve besluit gehandhaafd blijft, dan staat een beroepsprocedure bij de rechtbank open. Tevens bestaat de optie van hoger beroep bij het College van Beroep voor het bedrijfsleven, de (hoger) beroepsprocedure is geen besloten procedure.¹¹⁹¹

In opdracht van DNB en de AFM heeft de commissie Ottow in 2016 een onderzoek uitgevoerd naar de wijze waarop de toezichthouders invulling geven aan het toetsingsproces. De evaluatie heeft betrekking gehad op de aanvangstoetsen en op de hertoetsingstrajecten. Het onderzoek van de commissie behelsde uitvoerige gesprekken met kandidaten (bestuurders en commissarissen), belangenorganisaties, Tweede Kamerleden, buitenlandse toezichthouders en het Ministerie van Financiën. Tevens is een groot aantal openbare en niet-openbare bronnen gerelateerd aan het toetsingsproces bestudeerd, zijn uitgebreide gesprekken met de toezichthouders gevoerd en zijn 25 toetsingsdossiers bestudeerd.¹¹⁹² Het onderzoek heeft uitgewezen dat kandidaten positief zijn over het toetsingsproces, het overgrote deel van de toetsingen is schriftelijk, waarbij geen gesprek nodig is. Er bleken reeds verbeteringen doorgevoerd te zijn op het gebied van bejegening, informatievoorziening en de betrokkenheid van seniormedewerkers.

De commissie Ottow is na haar onderzoek tot de volgende negen conclusies en aanbevelingen gekomen (samengevat uit het rapport):¹¹⁹³ i) het toetsingsproces dient duidelijker en transparanter te geschieden. Er dient beter gecommuniceerd te worden over de deelfases van het proces, het doorlopend informeren over de fase waarin de kandidaat zich begeeft, zoals een digitaal systeem waarin kandidaten e.e.a. kunnen volgen; ii) de onafhankelijkheid van het toetsingsproces kan op punten verbeterd worden, door het betrekken van externen. De commissie stelt voor om de functie van een senior-adviser in te stellen en een vertrouwenspersoon die tijdens de procedure beschikbaar is indien zich een conflict of klacht voordoet tijdens het toetsingsproces. Het aanstellen van een externe voorzitter bij DNB aan de hoor- en bezwaarprocedure, zoals het geval is bij de AFM, wordt ook aanbevolen ter bevordering van de onafhankelijkheid; iii) een betere bescherming van de kandidaat in het toetsingsproces is gewenst. Een negatief oordeel zou niet meer telefonisch meegedeeld moeten worden, maar schriftelijk. Tevens moet de mogelijkheid van een vervolgesprek bestaan (met de optie van het meenemen van een gemachtigde); iv) een duidelijke scheiding wordt geadviseerd van personen die be-

1191. Zie: <http://www.toezicht.dnb.nl/4/2/16/50-229363.jsp>.

1192. Commissie Ottow 2016, p. 9.

1193. Idem, p. 11-12.

trokken zijn bij hertoetsingen: de personen die besluiten dat een hertoetsing wenselijk is moeten niet dezelfde personen zijn die over de uitkomst van de hertoetsing beslissen; v) de samenwerking tussen DNB en de AFM kan verbeterd worden door samen te werken bij de intake van het toetsingsproces (waaronder een gezamenlijk loket en een uniform proces); vi) de kwaliteit van het aangeleverde toetsingsdossier dient door de sector beschouwd te gaan worden als de eigen verantwoordelijkheid; vii) de sector heeft sterk de indruk dat de toezichthouders in het toetsingsproces met name kijken naar financiële bekwaamheid en minder naar kennis van andere disciplines zoals ICT en HRM. Vanuit het oogpunt van diversiteit adviseert de commissie de toezichthouders om ook aandacht te schenken aan andere kwaliteiten van kandidaten; viii) het proces kan verbeterd worden als financiële instellingen van tijd tot tijd een document aanleveren met informatie die voor de toezichthouders relevant is en die van invloed is op de positie van de bestuurders en commissarissen (ten aanzien van strategie, risicobeleid). Dit stelt financiële instellingen beter in staat om bij kandidaatstellingen duidelijk te maken waarom voor een specifieke kandidaat gekozen wordt, dit komt de vervolgens de diversiteit in de bestuurskamers ten goede en ix) de laatste conclusie van de commissie is de overweging om een afgeslankte procedure (light) in te voeren voor instellingen die de procedure reeds goed op orde hebben. De commissie stelt hierover: ‘zodat de primaire verantwoordelijkheid voor goed bestuur meer komt te liggen waar die uiteindelijk hoort’.¹¹⁹⁴

De toegenomen aandacht die de toezichthouders schenken aan gedrag en cultuur in financiële ondernemingen is – vanuit het oogpunt van de crisis – begrijpelijk, echter deze accentverschuiving brengt meerdere problemen met zich. Er heeft een vervaging plaatsgevonden van de grenzen tussen extern financieel toezicht en interne corporate governance aspecten.¹¹⁹⁵ Ten aanzien van een vergelijkbare ontwikkeling in de regulering van de verzekeringssector stelt Rinkes (2016):

‘Daarnaast heeft de recente economische crisis ook voor het verzekeringsbedrijf gezorgd voor een enorme toename aan overheidstoezichtrecht, deels ingevuld met overheidsprivaatrecht, waarbij markt- en bedrijfsorderingsaspecten (solvabiliteit) zijn vermengd met gedragsregulering van betrokkenen (ken-uw-klant, beroeps- en ethische normen voor aanbieders). Is deze materie wetgevingstechnisch inzichtelijk en helder geregeld?’¹¹⁹⁶

Omdat de crisis een structureel wantrouwen richting het zelfregulerend vermogen van de financiële sector heeft gebracht en eveneens een gebrek aan vertrouwen in het risicomanagement- en beloningsbeleid en de rol en effectiviteit van de interne toezichthouders is nu sprake van een indringende betrokkenheid van de toezichthouders bij de beoordeling van de geschiktheid en betrouwbaarheid van bestuurders en commissarissen. Deze focus vloeit voort uit het uitgangspunt dat een integere

¹¹⁹⁴. Idem, p. 12.

¹¹⁹⁵. Zie ook: B.T.M. Steins Bisschops, ‘Een voorbeeld van tekortschietende corporate governance – nieuwe oriëntatie op de juridische integriteitsnorm’, *Tijdschrift voor vennootschaps- en rechtspersonenrecht*, 2013-3, p. 100; Houben 2014, p. 360; K.W.H. Broekhuizen, ‘Rechtsbeginselen van financieel recht’, *RMThemis* 2016-6, p. 309 e.v.; A.G. van Dijk & W.H.J.M. Nuijts, ‘Gedrag & cultuur toezicht en de samenhang met de “governance” van een financiële instelling’, *Ondernemingsrecht* 2015/114.

¹¹⁹⁶. Rinkes 2016, p. 86.

en beheerste bedrijfsvoering wordt vormgegeven door de feitelijk leidinggevend en en het toezichthoudend orgaan: als deze functionarissen deugdelijk, betrouwbaar en geschikt zijn dan leidt de aanstelling van deze personen tot een gewenste cultuur. De vraag kan gesteld worden of de kwetsbaarheden en problemen die tijdens en na de crisis aan het licht zijn gekomen direct te herleiden zijn tot ongeschikte en/of onbetrouwbare bestuurders. De nationale en Europese toezichthouders hebben de bakens van prudentieel toezicht verlegd en verruimd en hebben nadrukkelijk gedrag en cultuur in deze toezichtsfeer gebracht. Hiermee wordt in wezen inbreuk gepleegd op de autonomie van financiële instellingen ten aanzien van de mogelijkheid van de AvA of de RvC om kandidaten aan te nemen die de instelling wenst aan te trekken. Het bepalen van de strategie en de risicobereidheid zijn interne bestuursaangelegenheden. De verruiming van de prudentiële toezichttaak naar de beoordeling van de geschiktheid van leidinggevende functionarissen kan ook beschouwd worden als een gebrek aan vertrouwen in de effectiviteit van prudentieel toezicht. Immers, waarom zou een financiële instelling niet de ruimte krijgen om de geschiktheid en betrouwbaarheid van de eigen bestuursleden en commissarissen te beoordelen als de regels en de ruimte die juridisch geboden worden afdoende afbakening bieden? De wettelijke regulering van het beloningsbeleid, de interne en externe audit, controle van de financiële stukken (waaronder het jaarverslag), aangescherpte kapitaaleisen dragen — ideaal gezien — bij aan een meer prudentiële toekomstbestendige financiële sector. Het wegnemen van moral hazard in de vorm van gegarandeerde overheidssteun en het scherper reguleren van bepaalde financiële praktijken zoals securitisatie en de handel in complexe financiële producten zijn logische reacties op de financiële crisis.

6.3 De ingrijpende Europese invloed op de Wft en de Nederlandse financiële toezichthouders

Sinds de invoering is de Wft door 70 wijzigingswetten gewijzigd, in een derde van deze gevallen betrof de wijziging de implementatie van Europese regelgeving.¹¹⁹⁷ Een reden voor de veelvoudige wijzigingen van de Wft betreft de voltooiing van de interne markt in het licht van het Financieel Actieplan 1999-2005 en later op basis van het Witboek over het beleid op het gebied van financiële diensten 2005-2010. De financiële crisis heeft een zeer grote invloed gehad op de Europese financiële regelgeving. Voor de crisis was de richtlijn het meest gebruikte Europese wetgevingsinstrument, na de crisis wordt veelvuldig gebruik gemaakt van verordeningen. Inmiddels heeft het grootste deel van de financiële toezichtwetgeving die in Nederland van kracht is een Europese herkomst.¹¹⁹⁸ Ten aanzien van twee belangrijke aspecten wijkt de inrichting en architectuur van de Wft af van de Europese financiële wetgeving. De Wft is cross-sectoraal van aard en de wetbepalingen hebben vaak een open normstelling (principle-based). De Europese richtlijnen zijn sectoraal van aard en rule-based, waardoor compatibiliteit en implementatieproblemen ontstaan. Er is sprake van twee verschillende systemen en dit heeft gevolgen voor de wijze waarop beide regimes zich tot elkaar verhouden.¹¹⁹⁹ De sectorale

1197. Herziening Wft: verkenning, 2016, p. 9.

1198. Herziening Wft: verkenning, 2016, p. 18.

1199. Idem, p. 18.

benadering van de richtlijnen betekent dat regels gericht zijn op een specifieke sector, type onderneming en activiteit. De inhoud van Europese richtlijnen is hierdoor niet op een plaats in de Wft te vinden, maar verspreid over de wet. Dit leidt tot onduidelijkheid en onoverzichtelijkheid, het directe verband tussen de richtlijn en de normen in de Wft raakt verloren. Inhoudelijk is ook sprake van nadelige gevolgen vanwege de incompatibiliteit van de systemen: de Wft heeft een horizontale benadering en hierdoor wordt voor begrippen die richtlijnen overeenkomstig hebben (zoals de term aanbieden of een solvabiliteitseis) een overkoepelend begrip gezocht, om daarmee de verschillende begrippen in de richtlijnen met elkaar te verbinden. Deze actie kan leiden tot inhoudelijke afwijkingen en inconsistentie met het Europees recht.¹²⁰⁰ Er kan ook sprake zijn van rechtsonzekerheid, omdat een afwijkende interpretatie van een begrip of de reikwijdte hiervan in strijd kan zijn met het beginsel dat nationale wetgeving uitgelegd dient te worden conform het Europees recht. Naarmate de Europese cross-sectorale regulering van de financiële sector toeneemt en de wetgeving gedetailleerder wordt en verder wordt geharmoniseerd neemt de spanning met het nationale systeem toe.

Het Nederlandse cross-sectorale systeem van financiële wetgeving is sterk onder druk komen te staan door de noodzakelijke implementatie van Europese richtlijnen met een sectorale aard. In toenemende mate is het ingewikkeld geworden voor de wetgever om de Europese regelgeving in te passen in de Wft. Omdat in Nederland cross-sectoraal bepaalde normen gelden voor alle financiële instellingen kan dit op gespannen voet komen te staan met sectorale Europese normen die niet voor alle type instellingen gelden. Een beginsel van de nationale benadering – een level playing field – kan leiden tot een ongelijk speelveld op Europees vlak. Als de lidstaten de optie hebben om aanvullende eisen te stellen en Nederland kiest ervoor om cross-sectoraal strengere eisen te stellen (ook voor instellingen waarvoor de richtlijn niet geldt), dan kunnen voor bepaalde instellingen zwaardere eisen gelden dan voor hun concurrenten uit andere lidstaten, wanneer daar alleen de richtlijn wordt toegepast (en geen vrijwillige strengere norm).¹²⁰¹ De implementatie van Europese richtlijnen in de Nederlandse financiële wetgeving brengt ook technische en praktische knelpunten met zich. Uit het onderzoek in het kader van een mogelijke herziening van de Wft is gebleken dat het belangrijk is voor de gebruikers van de wet om een goede toelichting te krijgen op de Europeesrechtelijke achtergrond van de wetbepaling en de technische en praktische toedracht van de implementatie. Ook is van belang voor gebruikers van de wet om te kunnen doorgronden op welke punten wordt afgeweken van de richtlijn en dat daarbij de gevolgen van het internationale sectorale level playing field wordt meegewogen. Een toelichting wordt ook gewaardeerd ten aanzien van in de richtlijn geboden nationale 'options and discretions'. De options and discretions bepalen de manoeuvreerruimte die lidstaten geboden wordt om af te wijken. Op 14 maart 2016 heeft de Europese Centrale Bank een verordening uitgevaardigd waarin is vastgelegd op welke wijze de lidstaten gebruik mogen maken van de keuzemogelijkheden en de manoeuvreerruimte die het Unierecht biedt.¹²⁰² De verordening harmoniseert de keuzemogelijk-

1200. Idem, p. 15.

1201. Idem, p. 16.

1202. Verordening van de Europese Centrale Bank, (EU) 2016/445.

heden van het Europese bankenrecht. Het hoofddoel van deze harmonisatie is het creëren van een gelijk speelveld binnen de bankensector in Europa. De beschikbare options and discretions zijn breed en omvangrijk, waardoor de vraag gesteld kan worden in welke mate daadwerkelijk sprake is van Europese harmonisatie. Er zijn options and discretions beschikbaar voor nagenoeg het gehele spectrum aan Europees financieel toezichtrecht dat neergelegd is in de CRR en CRD IV: i) geconsolideerd toezicht en vrijstellingen van prudentiële eisen; ii) eigen fondsen; iii) kapitaaleisen; iv) grote blootstellingen; v) liquiditeit; vi) overbruggingsmaatregelen ten aanzien van kapitaalvereisten en verslaggeving; vii) algemene vereisten voor de toegang tot de activiteiten van kredietinstellingen; viii) de tijdlijn voor de inschatting van voorgestelde acquisities van gekwalificeerde holdings en iv) governance arrangementen en prudentieel toezicht.¹²⁰³

De ECB is op grond van art. 132 VWEU bevoegd om verordeningen vast te stellen en tevens kan zij regels uitvaardigen met betrekking tot bedrijfseconomisch toezicht op kredietinstellingen. In het kader van het macroprudentieel toezicht in de EU is de ECB de bevoegde autoriteit binnen het gemeenschappelijk toezichtmechanisme om regels op te stellen die gelden voor kredietinstellingen die zijn ingedeeld als belangrijk overeenkomstig art. 6 lid 4 Verordening 1024/2013 deel IV en art. 147 lid 1 Verordening 468/2014 van de ECB. De Verordening EU nr. 1024/2013 (SSM-Verordening) regelt een aanzienlijke bevoegdheidsuitbreiding van de ECB en kan gezien worden als een reactie op de financiële crisis. De crisis is gezien als een bedreiging van de interne markt voor bankdiensten en als een bedreiging van de integriteit van de eenheidsmunt. Deze ontwikkeling heeft op Europees niveau de wens voor integratie van banktoezicht versneld, met als doel een versterking van de Unie, een herstel van financiële stabiliteit en het vormen van de basis van economisch herstel.¹²⁰⁴ De Raad heeft ingeschat dat voor een adequate financiering van de reële economie in de Unie een verdere integratie van de interne markt voor bankdiensten noodzakelijk is. Tevens dienen toezichthouders hun toezicht te intensiveren en zich daarbij te richten op de complexiteit en onderlinge verwevenheid van financiële instellingen en markten. Het uitgangspunt van de Verordening is dat het toezicht op kredietinstellingen voornamelijk de verantwoordelijkheid van nationale toezichthouders blijft, maar dat coördinatie tussen toezichthouders dient te worden geïntensiveerd. Uit de crisis is gebleken dat alleen coördinatie in de context van de euro niet voldoende is. Om afwijkende interpretaties en tegenstrijdige beslissingen van banktoezichthouders in Europa te voorkomen dienen de bevoegdheden en het toezichtinstrumentarium beter geïntegreerd te worden. De Raad ziet de stabiliteit en gezondheid van kredietinstellingen als sterk verweven met de lidstaat van vestiging en negatieve ontwikkelingen in de lidstaat, bijvoorbeeld ten aanzien van de hoogte van de overheidsschuld en marktontwikkelingen, kunnen leiden tot negatieve elkaar versterkende markttrends die de stabiliteit van krediet-

1203. European Central Bank, ECB Guide on options and discretions available in Union Law, Frankfurt, march 2016; over options and discretions zie: B.P.M. Joosen, *National options and discretions in a Banking Union – a contradiction?*, Workshop: Challenges for banks in a changing regulatory environment, Frankfurt 27-28 January 2016, te raadplegen via: <http://www.efi-europa.eu/wp-content/uploads/2016/12/20160127-Presentation-Prof-Bart-Joosen.pdf>.

1204. Verordening (EU) nr. 1024/2013 van de Raad van 15 oktober 2013 waarbij aan de Europese Centrale Bank specifieke taken worden opgedragen betreffende het beleid inzake het prudentiële toezicht op kredietinstellingen.

instellingen kunnen bedreigen. De levensvatbaarheid van kredietinstellingen kan door nationale ontwikkelingen onder druk komen te staan, wat vervolgens een belasting vormt voor de overheidsfinanciering en de stabiliteit van de financiële sector in de Eurozone.

De uitbreiding van de toezichthoudende bevoegdheden van de ECB dienen gezien te worden in de context van de rigoureuze herziening van het Europese systeem van financieel toezicht na de financiële crisis. Het European System of Financial Supervision bestaat uit:

- De European Systemic Risk Board (ESRB), het orgaan dat verantwoordelijk is voor het macroprudentieel toezicht op het Europese financiële stelsel, met een nadruk op het signaleren en voorkomen van systeemrisico's.
- De drie Europese microprudentiële toezichthouders: de European Banking Authority (EBA), de European Securities and Markets Authority (ESMA) en de European Insurance and Occupational Pensions Authority (EIOPA).
- Een cross-sectoraal netwerk, het Joint-Committee, waarin de drie sectorale toezichthouders gericht zijn op het waarborgen van cross-sectorale consistentie in het Europese financiële toezicht.
- De nationale financiële toezichthouders. Zij houden de verantwoordelijkheid voor het toezicht in de lidstaten.¹²⁰⁵

Juridisch gezien is relevant dat de drie Europese sectorale toezichthouders bindende technische standaarden kunnen opstellen die bekrachtigd worden door de Europese Commissie en die niet in de nationale rechtstelsels van de lidstaten geïmplementeerd hoeven te worden.

De Raad ziet een gemeenschappelijk toezichtmechanisme als de eerste en belangrijke stap naar een bankenunie en met name de noodzaak dat het prudentiële toezicht op kredietinstellingen op een coherente en doeltreffende wijze tot uitvoer wordt gebracht.¹²⁰⁶ De ECB, als centrale bank van de eurozone met gespecialiseerde kennis op het terrein van macro-economische en financiële stabiliteitsvraagstukken is bij uitstek geschikt om toezichttaken uit te voeren die erop gericht zijn om de stabiliteit van de financiële sector in Europa te waarborgen. Vanuit dit vertrekpunt heeft een ingrijpende transitie van nationale toezichthoudende bevoegdheid naar het Europese niveau plaatsgevonden. Naast de oorspronkelijke microprudentiële toezichthoudende taken is de ECB op grond van deze verordening bevoegd geworden om maatregelen te treffen gericht op macroprudentiële stabiliteit, zolang er geen sprake is van bijzondere maatregelen die de bevoegdheid van de nationale toezichthouders beschermen. Tijdens de crisis is gebleken dat grote financiële instellingen de stabiliteit van het hele stelsel in gevaar kunnen brengen, deze instellingen zijn systeemrelevant en worden gezien als 'too big to fail'. De Raad stelt in overweging 16 van de Verordening dat gebleken is dat ook kleine kredietinstellingen de financiële stabiliteit kunnen bedreigen en daarom moet de ECB over toezichthoudende bevoegdheden beschikken die gelden voor alle kredietinstellingen in de Eurozone waarvoor een bankvergunning is afgegeven. In overweging 18 van de

1205. <http://www.toezicht.dnb.nl/2/50-202358.jsp>.

1206. Richtlijn 1024/2013, overweging 12.

Verordening staat een belangrijke motivatie van de uitgebreide toezichthoudende bevoegdheid van de ECB vermeld:

‘Met name moet de taakuitoefening door de ECB ertoe bijdragen dat kredietinstellingen alle kosten in verband met hun activiteiten volledig internaliseren teneinde moreel risico en het nemen van buitensporige risico’s te vermijden.’¹²⁰⁷

Art. 4 Verordening bevat de aan de ECB opgedragen taken en maakt duidelijk zichtbaar welke enorme verschuiving heeft plaatsgevonden van microprudentiële en macroprudentiële toezichtstaken, van de nationale toezichthouders naar de ECB. Aan de ECB wordt exclusief de bevoegdheid toegekend om taken uit te voeren ten aanzien van vergunningen, naleving van kapitaaleisen en het toezicht op solide governance-regelingen van kredietinstellingen. Hier kan een Europese wettelijke basis gevonden worden van de betrouwbaarheids- en geschiktheidstoets voor personen die belast zijn met het bestuur van kredietinstellingen. Onder het bereik van degelijke governance-regelingen vallen ook de risicobeheersingsprocessen, de interne controle, het beloningsbeleid en de beloningspraktijk en het interne beoordelingsproces voor de kapitaaltoereikendheid waaronder begrepen interne rating-modellen (art. 4 lid 1 sub 2 Verordening 1024/2013). Met dit artikel is de regulering van de corporate governance van banken in een wetgevingsactie van een nationale aangelegenheid in de Europese toezichtsfeer beland. Deze ontwikkeling is bijzonder om twee redenen: corporate governance wordt uit de sfeer van zelfregulering gehaald en geplaatst in de context van (Europese) overheidsregulering en de regulering van corporate governance wordt naar het supranationale niveau getild. De motivatie en achtergrond zijn begrijpelijk en vanuit economisch en politiek oogpunt te onderbouwen, echter juridisch gezien is de gedachtegang vatbaar voor kritiek.¹²⁰⁸

De instelling van het Gemeenschappelijk Toezichtmechanisme (SSM) kan gezien worden als een van de grootste overdrachten van soevereine toezichthoudende bevoegdheden in het bestaan van de EU.¹²⁰⁹ In het SSM wordt nadrukkelijk samengewerkt tussen de nationale toezichthouders en de ECB, echter deze laatste heeft een centrale overkoepelende coördinerende rol in de EU. De specifieke economische, culturele en financiële omstandigheden van de nationale bevoegde toezichthouders (NBA's) binnen hun rechtsgebied worden gewaardeerd en behouden, maar de ECB is leidend. Het mechanisme is gebaseerd op de expertise van de ECB op het gebied van macro-economie en financiële stabiliteit.¹²¹⁰ De ECB en NBA's zijn verenigd in het SSM en houden toezicht op ongeveer 4900 entiteiten in de lidstaten.¹²¹¹ De attributie van toezichthoudende bevoegdheden wordt gebaseerd op de grootte van

1207. Richtlijn 1024/2013, overweging 18.

1208. Zie ook: R.E.W. Mikulski, 'Gedrag en cultuur in corporate governance-regelingen voor banken', *Tijdschrift voor Financieel Recht* 2016-3, p. 96; Van Dijk & Nuijts 2015/114.

1209. I.T. Berend, *The contemporary crisis of the European Union: prospects for the future*, Oxon: Routledge 2017, p. 158.

1210. A. Wellerdt, *Organisation of banking regulation*, London: Springer 2015, p. 90.

1211. European Central Bank, *Guide to banking supervision*, Frankfurt: ECB 2014, p. 8.

de kredietinstellingen en op basis van hun ‘significantie’.¹²¹² De ECB houdt toezicht op instellingen die als ‘significant’ gekwalificeerd zijn, dit betreft 130 groepen. Zij wordt hierbij bijgestaan door de NBA’s: dagelijks toezicht wordt uitgeoefend door ‘Joint supervisory teams’ die bestaan uit personeel van de ECB en NBA’s. De NBA’s blijven verantwoordelijk voor het toezicht op minder belangrijke entiteiten, waarbij de ECB de rol van super-toezichthouder vervult, zij houdt supranationaal toezicht op de nationale toezichthouders.¹²¹³ De ECB kan op basis van een eigen inschatting beslissen om direct toezicht te houden op minder belangrijke instellingen als zij dit wenselijk acht in het kader van de consistente toepassing van hogere toezichtnormen.

De inhoud van de normen die in het mechanisme EU-breed worden toegepast zijn echter niet het resultaat van een democratisch gelegitimeerd proces. De beginselen voor effectief toezicht van het Basel Committee en de voorschriften van de Europese Bankautoriteit vormen de materiële basis voor het SSM. Zoals eerder besproken is het Basel Committee een soft law-orgaan en zijn de akkoorden geen vorm van recht. De voorganger van de EBA was het Committee of Banking Supervisors, dat ook geen orgaan was met een wettelijke status. Het gegeven dat Basel III het eindresultaat is na onderhandelingen tussen de gouverneurs van nationale toezichthouders maakt nog niet dat deze normen en standaarden gezien kunnen worden als ‘best practices’, maar eerder als ‘agreed upon practices’. Evenzeer is de gewenste uniforme geharmoniseerde benadering van het SSM gebaseerd op het uitgangspunt dat consistent toezicht een meer stabiele en prudente financiële sector tot gevolg heeft. Aangezien de EU een economische unie en geen politieke unie is, kan de ambitie om toezichtjurisdicties te integreren in de toekomst problematisch blijken. De Europese bankensector is divers en heterogeen, qua cultuur, omvang, totaal kapitaal, grensoverschrijdende activiteiten en verwevenheid met staatsfinanciën. Uit de structuur en inhoud van het Single Supervisory Review and Evaluation Process (SREP) valt op te maken op welke wijze financiële regulering en corporate governance verweven zijn geraakt en hoe de grens tussen intern en extern toezicht grotendeels verdwenen is.¹²¹⁴ Vanuit het SSM vindt een permanente beoordeling plaats van de risico’s, de governance-regelingen en de kapitaal- en liquiditeitssituatie van kredietinstellingen. Het SREP wordt evenredig toegepast op belangrijke en minder belangrijke instellingen. Het SSM voert bij kredietinstellingen inspecties uit naar de risico’s, risicobeheersing en de governance. Deze inspectie heeft de volgende doelstellingen:

- i. het niveau, de aard en de kenmerken van inherente risico’s onderzoeken en beoordelen, waarbij rekening wordt gehouden met de risicocultuur;

1212. De criteria om te bepalen of een kredietinstelling significant is, zijn vermeld in de SSM-Verordening en SSM-Kaderverordening. Er dient aan een van de volgende voorwaarden te worden voldaan:

- de totale waarde van de activa bedraagt meer dan EUR 30 miljard, of – tenzij die waarde minder dan EUR 5 miljard bedraagt – het aandeel ervan bedraagt meer dan 20% van het bbp;
- de instelling is een van de drie meest belangrijke kredietinstellingen die in een lidstaat gevestigd zijn; de instelling ontvangt rechtstreekse bijstand van het Europees stabilisatiemechanisme;
- de totale waarde van haar activa is meer dan EUR 5 miljard en de verhouding van haar grensoverschrijdende activa/passiva bedraagt in meer dan één andere deelnemende lidstaat meer dan 20% van haar totale activa/passiva.

1213. ECB 2014, p. 10-11.

1214. Voor een beschrijving van dit proces zie: ECB 2014, p. 21 e.v.

- ii. de geschiktheid en kwaliteit onderzoeken en beoordelen van het kader voor corporate governance en interne controle van de kredietinstelling, gelet op de aard van de onderneming en risico's;
- iii. de controlesystemen en risicobeheersingsprocessen beoordelen, waarbij de nadruk ligt op het opsporen van zwakke plekken en kwetsbaarheden die van invloed zouden kunnen zijn op de kapitaal- en liquiditeitstoereikendheid van de instelling;
- iv. de kwaliteit van balansposten en de financiële situatie van de kredietinstelling onderzoeken;
- v. naleving van bankvoorschriften beoordelen;
- vi. controles uitvoeren op het gebied van bijvoorbeeld belangrijke risico's, controlemechanismen of governance.¹²¹⁵

In de Nederlandse context dient de vraag gesteld te worden hoe de verhouding ligt tussen het toezicht vanuit het SSM op risicobeheersing en corporate governance en de normen uit de NCGC en Code Banken. Is sprake van een dubbele normstelling, of zijn het divergerende systemen?¹²¹⁶ Corporate governance wordt beheerst door zelfregulering en risicobeheersing kent geen materiële invulling in het Nederlandse financiële recht en privaatrecht. Binnen het Nederlandse rechtssysteem is het in beginsel niet mogelijk om sancties opgelegd te krijgen voor gebreken in de governance structuur, of voor falend risicomanagement. Als deze handelingen echter in strijd worden geacht met Europese regelgevingsvereisten dan kan de ECB aanzienlijke boetes opleggen voor het bestuur en/of kredietinstellingen.

Buiten de EBA en de ECB is de European Systemic Risk Board (ESRB) een toezicht-houdend orgaan wiens bevoegdheid en werkveld van invloed is op de nationale toezichthouders. De wettelijke basis voor de oprichting van de ESRB is art. 114 VWEU. Uit de Verordening blijkt dat de Unie een specifiek onafhankelijk orgaan wilde oprichten, dat financiële risico's signaleert en aanbevelingen doet om deze te bestrijden.¹²¹⁷ De ESRB heeft geen rechtspersoonlijkheid gekregen en is afhankelijk van de ECB voor administratieve statistieke, logistieke en analytische ondersteuning.¹²¹⁸ Om de invloed en legitimiteit van de aanbevelingen en waarschuwingen te vergroten dienen deze aan de Raad en de Europese Commissie gezonden te worden, als ze aan meer dan één nationale toezichthoudende autoriteiten worden gezonden. De ESRB is tevens belast met het toezicht op de naleving van de waarschuwingen aan nationale toezichthouders. De toezichthouders dienen een verklaring af te geven indien zij de aanbevelingen niet nakomen (het 'pas toe of leg uit'-beginsel). De ESRB rapporteert jaarlijks aan het Europees Parlement en de Raad, en in tijden van financiële onrust vaker.

1215. ECB 2014, p. 35.

1216. De regulering van de interne governance van banken is een van de voornaamste prioriteiten van het Single Supervisory Mechanism, zie: European Central Bank, *SSM supervisory statement on governance and risk appetite*, Frankfurt: ECB 2016, p. 2.

1217. Verordening (EU) nr. 1095/2010 van het Europees Parlement en de Raad van 24 november 2010 (ESRB Directive).

1218. International Monetary Fund – *Staff country reports, European Union: publication of financial sector assessment program documentation – technical note on macroprudential oversight and the role of the ECB*, Washington: IMF 2013, p. 7.

De ESRB is verantwoordelijk voor het macroprudentieel toezicht van het gehele Europese financiële stelsel en voor het voorkómen en afwenden van systeemrisico's. Het toezicht is niet beperkt tot banken, maar omvat ook verzekeraars, activa managers, schaduwbanken, financiële marktinfrastructuren en andere financiële instituten en markten, in wezen de hele financiële sector. De basis van de ESRB wordt gevormd door de aanbevelingen van de commissie De Larosière, waarin gesteld wordt dat het bewerkstelligen van een stabiele financiële sector en het vergroten van het vertrouwen behaald dient te worden door toezicht te houden op het hele systeem, niet alleen op individuele instellingen.¹²¹⁹ De Raad en het Europese Parlement hebben de integratie van de internationale financiële markten en het risico van besmetting van financiële crises als belangrijkste redenen aangeduid om een comité op te richten dat belast is met het tegengaan van systeemrisico's. Het vergroten van de slagkracht en gelding van de EU op het internationale financiële terrein is tevens een belangrijke motivatie. De ESRB kan samenwerken en communiceren (namens de EU) met het Internationaal Monetair Fonds en de Raad voor Financiële Stabiliteit (Financial Stability board) in het signaleren en tegengaan van internationale systeemrisico's.

Raas (2013) constateert dat de implementatie van een groot aantal Europese richtlijnen in de Wft één van de redenen is van de toegenomen onoverzichtelijkheid.¹²²⁰ De complexiteit van de Wft is door deze implementaties toegenomen, omdat het steeds ingewikkelder wordt om ruimte te vinden of om de normen goed op elkaar aan te laten sluiten. De implementatieproblemen worden ook deels veroorzaakt vanwege het gegeven dat de Europese wetgever een sectoraal model hanteert. Raas noemt ook het deels wegvallen van de argumenten op grond waarvan gekozen is voor een functioneel model. Na de financiële crisis worden financiële groepen vaker kleiner van omvang in plaats van groter, of opgesplitst. Dit geldt ook voor producten, in 2013 was te constateren dat producten minder complex worden in vergelijking met de periode voor de crisis.¹²²¹ DNB onderstreepte in 2014 de noodzaak van een effectief crisis-instrumentarium op Europese schaal, met als belangrijkste overweging:

‘De grote banken in Nederland zijn *too big to fail*: ze vervullen zo'n belangrijke rol dat een faillissement tot een onaanvaardbare ontwrichting van het financiële systeem en de economie zou leiden.’¹²²²

De komst van de Europese Bankenunie heeft meerdere interessante en complexe vraagstukken over Nederlands financieel toezicht opgeworpen.¹²²³ De invoering van het Single Supervisory Mechanism (SSM), waardoor de ECB de super-toezichthouder is geworden van de grootste systeemrelevante banken van Europa heeft een ingrijpende invloed gehad op de toezichthoudende taken van de nationale

1219. De Larosière 2009, p. 59 e.v.

1220. Raas 2013, p. 15.

1221. Idem, p. 18.

1222. DNB, *Visie Toezicht 2014-2018*, Amsterdam: DNB, p. 9.

1223. B.P.M. Joosen, 'Compliance met het Europese Single Rule Book', *Tijdschrift voor Compliance* 2015, p. 115.

toezichthouders.¹²²⁴ In Nederland is het directe prudentiële toezicht op de volgende banken overgegaan van DNB naar de ECB: ING Bank, Rabobank, ABN-AMRO, SNS Bank, Nederlandse Waterschapsbank, BNG Bank en Royal Bank of Scotland N.V. Met de invoering van het SSM zijn negen prudentiële taken exclusief bij de ECB komen te liggen, voor de kleinere niet-systeemrelevante banken, die volledig onder nationaal prudentieel toezicht vallen, is de ECN desondanks wel verantwoordelijk geworden voor de vergunningtoekenning. En de ECB is verantwoordelijk voor het algemeen toezicht op het functioneren van het systeem.¹²²⁵ De ECB heeft als taak gekregen het toezicht op governance-regelingen van banken, onder meer de eisen die gesteld worden aan het beleid, risicomanagement, interne controle, beloningen en de procedures die gericht zijn op de beoordeling van het eigen vermogen en de kapitaaltoereikendheid.¹²²⁶

Naast de invoering van het SSM is ook het Single Resolution Mechanism (SRM) ingevoerd, gericht op de totstandkoming van een procedure voor het ordelijk afwikkelen van insolvente banken. Op Europees niveau is er een Europese afwikkelingsautoriteit opgericht (Single Resolution Board, SRB) en een door banken gefinancierd Europees resolutiefonds (Single Resolution Fund, SRF). Met name het SSM en SRM hebben geleid tot aanpassingen van de toezichthoudende taak van DNB, omdat er sprake was van een substantiële overdracht van beslissingsbevoegdheid van DNB naar de ECB.¹²²⁷ Het bestuur, de governance en een aantal toezichtdivisies zijn alle aangepast als gevolg van deze veranderingen. Op grond van de Bank Recovery and Resolution Directive diende een nationale resolutieautoriteit aangewezen te worden, er is gekozen om DNB deze rol te laten vervullen vanaf november 2015. Het achterliggende motief van de BRRD is dat wanneer een bank failliet gaat, de staat niet verantwoordelijk is voor de kosten. Beoogd wordt een afwikkeling van failliete banken op een wijze die vergelijkbaar is met niet-banken. Er wordt getoetst of het verantwoord is om een bank op een reguliere wijze failliet te laten gaan, en mochten er systeemrisico's en besmettingsgevaar bestaan, dan kan voor resolutie gekozen worden. DNB heeft als nationale resolutie-autoriteit meerdere instrumenten tot haar beschikking, zoals de bail-in, waarbij de kosten van een faillissement primair door aandeelhouders en schuldeisers van de bank worden gedragen. Andere opties zijn de overdracht van activa/passiva aan derden, de afsplitsing van slechte activa en de oprichting van een brugbank.¹²²⁸ Bij uitzondering kan gebruik gemaakt worden van middelen uit het resolutiefonds, ter ondersteuning van een bank die in een problematische situatie verkeert.

Na de revisie van het European system of financial supervision en de oprichting van de European Banking Authority (EBA) is de toezichthoudende rol van DNB verkleind. DNB is lid van de Board of Supervisors van de EBA, die gevestigd is in

1224. I.P. Palm-Steyerberg, 'De Europese Bankenunie: toezicht op de Nederlandse banken door de ECB, DNB en de AFM', *Jaarboek Compliance 2015*, Capelle aan den IJssel: Nederlands Compliance Instituut 2015, p. 263.

1225. ECB-Verordening, art. 6(5) (c).

1226. European Central Bank 2016, p. 2-3.

1227. Brief van de Minister van Financiën van 27 juni 2014 over de start van de bankenunie en gevolgen voor de organisatie DNB, FM/2004/933M.

1228. DNB, nieuwsbrief banken, december 2015, te raadplegen via: <https://www.dnb.nl/nieuws/dnb-nieuwsbrieven/nieuwsbrief-banken/nieuwsbrief-banken-december-2015/index.jsp>.

London. De EBA vervult een sleutelrol in de verdere totstandkoming van het Single Rulebook. De EBA publiceert bindende technische standaarden en aanbevelingen, die bekrachtigd worden door de Europese Commissie. Deze reguleringsinstrumenten zijn direct toepasbaar en hoeven niet geïmplementeerd te worden. De instrumenten hebben kracht van wet, echter ze worden nageleefd via het – uit corporate governance bekende – ‘pas toe of leg uit’-beginsel. Als door de European Systemic Risk Board en de Europese Raad een noodsituatie wordt uitgeroepen dan kan de EBA bindende aanwijzingen geven aan de nationale toezichthouder. Als de nationale toezichthouder deze instructies niet opvolgt dan kan de EBA de nationale toezichthouder passeren.¹²²⁹ De beleidsterreinen van de EBA bestrijken een groot deel van micro- en macroprudentieel toezicht. Vanwege de hiërarchische positie die de EBA inneemt ten opzichte van de nationale toezichthouders is de beleidsbevoegdheid van de laatste drastisch afgenomen. Het Single Rulebook en de Bankenunie beogen een geharmoniseerd level-playing field van financieel toezicht in de Europese Unie. Een voorbeeld is de geschiktheidstoets die DNB hanteert voor beleidsbepalers en bestuurders in de financiële sector die mede inhoudelijk vormgegeven wordt door de EBA. In 2012 publiceerde de EBA de Guidelines on Suitability en in 2015 heeft een peer-review plaatsgevonden om te toetsen of de nationale toezichthouders toetsen in overeenstemming met de richtlijnen en eisen uit de EBA richtlijn.¹²³⁰ Nederland was op alle punten compliant en op sommige punten geldt de Nederlandse geschiktheidstoets als voorbeeld voor best practices.¹²³¹ In oktober 2016 hebben de ESMA en EBA een consultatie-paper uitgebracht over een herziening van de Guidelines on suitability.¹²³² Nieuwe inzichten over de rol en functie van het bestuur, risicomanagement en systeemrisico's en de eisen die voortvloeien uit CRD IV en MiFID II hebben geleid tot deze beoogde herziening en aanscherping van de richtlijnen inzake geschiktheid van bestuurders en beleidsbepalers. De EBA heeft over een breed spectrum onderwerpen guidelines uitgebracht, onder meer: interne governance, accounting en auditing, anti-witwassen, consumentenbescherming, kredietrisico's, marktrisico's, leverage ratio's, het beloningsbeleid en securitisatie.¹²³³ De motieven voor het invoeren van de MiFID II zijn het tot stand brengen van een meer veilig, deugdelijk, transparant en verantwoord financieel systeem.¹²³⁴ De richtlijn biedt regels voor banken en beleggingsinstellingen en ten aanzien van de exploitatie van gereglementeerde markten en marktdeelnemers. Een grotere integratie van de Europese gemeenschappelijke markt is tevens een doelstelling, evenals het tot stand brengen van een grotere mate van efficiëntie en concurrentie. Het terugdringen van het nemen van te grote risico's door banken

1229. Een aanbeveling van de EBA mag alleen gegeven worden als het geen effect heeft op de staatsbehoorting van een lidstaat.

1230. European Banking Authority, Guidelines on the assessment of the suitability of members of the management body and key function holders, London: ECB 2014 (EBA/GL/2012/06); European Banking Authority, Report on the peer review of the Guidelines on the assessment of the suitability of members of the management body and key function holders (EBA/GL/2012/06), London: ECB 2015.

1231. EBA 2015, p. 36.

1232. European Banking Union & European Securities and Market Authority, *Consultation paper*, London: EBA 2016 (EBA/CP/2016/17).

1233. Zie: <http://www.eba.europa.eu/regulation-and-policy>.

1234. Zie ook: R. Mellenbergh, 'MiFID II: aanscherping van governance regelingen met betrekking tot beleggingsondernemingen', in: G.T.M.J. Raaijmakers et al. (red.), *De veranderende rol van toezichthouders in de financiële sector*, Deventer: Kluwer 2014, p. 71.

en beleggingsinstellingen is een voorname drijfveer achter de invoering van MiFID II. Ook in MiFID II wordt uitgebreid aandacht besteed aan de corporate governance van banken en beleggingsinstellingen. De drijvende kracht achter deze ontwikkeling is de Europese Commissie, die de governance van financiële ondernemingen als een wezenlijk aspect van een verantwoord stabiel financieel systeem ziet.¹²³⁵ Mellenbergh (2014) signaleert de ontwikkeling dat het verbeteren van de governance van financiële ondernemingen en het aanscherpen van het financiële toezicht voor de hand liggende oplossingen zijn, gericht op het verhelpen van in het verleden geconstateerde tekortkomingen.¹²³⁶ Mellenbergh geeft aan dat een goede verhouding tussen de naleving van vastgestelde regels en het realiseren van de (door de Europese wetgever gestelde) doelstellingen een juiste balans vereist. Deze doelstellingen zijn gericht op het tegengaan van ‘groepsdenken’ en een overmatige risicobereidheid.¹²³⁷ Met name de gedragsaspecten zijn moeilijk te sturen door middel van het formuleren van regels, of toepassing van een ‘one size fits all’-benadering. Om veranderingen in cultuur duurzaam te laten zijn is indringende betrokkenheid van het bestuur vereist. Ook voor interne toezichthouders zoals de commissarissen en compliance officers is een grote rol weggelegd ten aanzien van het herwinnen van vertrouwen. Alle bij de bank werkzame actoren vervullen een rol bij het bewerkstelligen van vertrouwen van politiek, toezichthouders en de maatschappij in het uitgangspunt dat banken hun – eigen – cultuur kunnen reguleren.¹²³⁸

1235. Richtlijn 2014/65/EU, 15 mei 2014 (MiFID II), art. 9.

1236. Mellenbergh 2014, p. 72.

1237. Mellenbergh 2014, p. 75, Richtlijn 2014/65/EU, 15 mei 2014, (53).

1238. Zie ook: Mellenbergh 2014, p. 78-81; Steins Bisschop & Van der Meer 2016, p. 123; Houben 2014, p. 365.

Hoofdstuk 7

Conclusies en aanbevelingen

7.1 Regulering voorbij de grenzen van het recht

Het financieel recht is een rechtsgebied dat nadrukkelijk in ontwikkeling is. Dit geldt zowel voor de structuur van het wettelijke systeem alsook voor de materiële normen en uitgangspunten. Het financieel recht is in wezen een vorm van bestuursrecht, maar bevat regels die doorwerken in privaatrechtelijke verhoudingen en in het straf- en sanctierecht. In de basis regelt het financieel recht de eisen die gesteld worden aan financiële dienstverleners, financiële producten en de wijze waarop klanten dienen te worden bejegend. Tevens biedt het financieel recht de wettelijke grondslag van de bevoegdheden van de toezichthouders. In Nederland is een nadrukkelijk onderscheid gemaakt tussen gedragstoezicht en prudentieel toezicht, zowel in de wetssystematiek als de verantwoordelijkheid en taaktoedeling van de gedragstoezichthouder AFM en de prudentieel toezichthouder DNB. Naast het nationale financieelrechtelijke kader zijn banken, verzekeraars, beleggingsinstellingen en trustkantoren ook gebonden aan privaatrechtelijke normen uit het BW, Europese wet- en regelgeving en tevens verscheidene vormen van zelfregulering. De focus van dit boek ligt op de overheidsregulering en zelfregulering gericht op de bankensector en de ontwikkelingen en verschuivingen op nationaal en Europees niveau. Met name de verhouding tussen financieel recht en corporate governance is aan wezenlijke veranderingen onderhevig. Dit heeft te maken met inzichten en overtuigingen die wetgevers en toezichthouders na de crisis hebben ontwikkeld. Het uitgangspunt van deze paradigmawijziging is dat prudentieel toezicht op zich niet voldoende is gebleken om een bankencrisis te voorkomen, omdat hierbij factoren een rol spelen die niet te vatten zijn in kapitaaleisen of microprudentiële toezichtsmechanismen. De crisis van 2008-2012 heeft de dynamiek en het besmettingsgevaar van systeemrisico's en 'too big to fail' aangetoond en er is op nationaal, Europees en internationaal niveau gezocht naar een doeltreffend en adequaat (wettelijk) antwoord op dit probleem.

Aspecten die buiten de sfeer van prudentieel toezicht liggen – risicobereidheid, ondernemingsstrategie, governance regelingen en het beloningsbeleid – zijn aangeduid als belangrijke oorzaken van de ernst en omvang van de crisis. Voor de crisis waren het risicobeleid, de strategie, de interne governance structuur en het beloningsbeleid ondernemingsaspecten die genormeerd waren in zelfreguleringsinstrumenten. Het financiële gedragstoezichtrecht was voornamelijk gericht op de bejegening van klanten en de marktparticipatie, niet op de interne bedrijfsvoering en ondernemingsstrategie van financiële instellingen. Tijdens en na de crisis heeft in snel tempo een transformatie plaatsgevonden van zelfregulering naar overheidsregulering en daarmee van soft law naar hard law. De motieven voor deze ontwikkeling zijn politiek en economisch gezien begrijpelijk. Immers, de crisis is een be-

dreiging gebleken voor de reële economie, voor de stabiliteit van de euro en voor het voortbestaan van de EU in huidige vorm. Joosen (2015) signaleert dat de enorme toename van – met name – ‘rules-based’ wet- en regelgeving direct samenhangt met een afgenomen vertrouwen in de financiële sector en de aldaar werkzame ondernemingen. Deze vertrouwensbreuk is de katalysator voor deze grootschalige toename van wetgeving, die vanuit meerdere kanten bekritiseerd is.

Door Joosen wordt deze kritiek beschreven als:

‘(...) het tot stand komen van zodanig veel en zodanig complexe wet- en regelgeving dat hieruit reeds een onbeheersbare en onwerkbare situatie voortvloeit.’¹²³⁹

Dit verlies van vertrouwen kan ook gezien worden als de belangrijkste aanjager voor de transformatie van corporate governance normen in financiële toezichtwetgeving (in het verlengde van het verlies van vertrouwen in het zelfregulerend vermogen van de bancaire sector). Juridisch gezien werpt deze transformatie echter vragen op: het financieel toezichtrecht is een vorm van economisch orderingsrecht en de nieuwe doelstellingen die na de crisis zijn geformuleerd zijn nadrukkelijk ethisch van aard. De Nederlandse Wft bevatte al voor de crisis morele elementen, namelijk de eis van het waarborgen van een beheerste en integere bedrijfsvoering en de verscheidene zorgplichten die gelden in de relatie tot consumenten en de financiële markten. Het morele aspect van financieel recht ligt aan de basis van een eigen discipline, namelijk *compliance*. Banken dienen een compliance officer in dienst te hebben en de rol en functie van de compliance officer is een bijdrage leveren aan de naleving van geldende wet- en regelgeving, niet alleen naar de letter van de wet, maar eveneens naar de geest van de wet.¹²⁴⁰ De compliance functie is belast met het adviseren van de directie en het signaleren van bedrijfspraktijken die in strijd kunnen zijn met financiële- of strafwetgeving. De compliance functie is belast met intern toezicht op de integriteit van banken, waarbij de uitleg van integriteit verder reikt dan slechts naleving van wetgeving en het nalaten van wetsschendingen. De crisis heeft een geheel nieuwe impuls gebracht ten aanzien van de morele en ethische aspecten die in de financiële toezichtwetgeving worden nagestreefd. Door de toezichthouders is een nadrukkelijke focus op ‘gedrag en cultuur’ geplaatst en hiermee zijn de grenzen tussen interne governance en extern toezicht grotendeels verdwenen. Risicobereidheid, strategie en beloningsbeleid zijn onder de noemer van prudentieel toezicht geplaatst en daarmee is een nieuw systeem ontstaan waarin overheidsregulering en zelfregulering overlappen en waarin de grenzen van intern en extern toezicht vervaagd zijn. Het gevolg is een uiterst complex systeem waarin voor de normadressanten sprake is van toenemende rechtsonzekerheid. Deze onzekerheid hangt samen met de onduidelijkheid over

1239. Joosen 2015, p. 32.

1240. M. de Jong & B. Odijk, ‘Integriteitszorg: waardengedreven derde generatie compliance’, in: P. van den Broeke (red.), *Compliance & management. Inzichten voor een integere bedrijfsvoering vanuit business spiritualiteit, maatschappelijk verantwoord ondernemen, ethiek en management*, Deventer: Kluwer 2009, p. 57; M. Pheijffer & B. Hoogenboom, ‘Een ongemakkelijke waarheid over creative compliance’, in: B. Hoogenboom & M. Pheijffer, *Financiële decadentie, toezicht en compliance*, Den Haag: Boom Juridische uitgevers 2009, p. 107; E.D. Karssing, *De oplossing is het probleem niet*, Capelle aan den IJssel: Nederlands Compliance Instituut 2011, p. 19; zie ook: Nelemans 2013, p. 9.

de normstelling en tevens over de herkomst van de norm. Immers, in Nederland is 80% van de geldende financiële wetgeving van Europese afkomst en grotendeels direct werkend van aard. Dit betreft een rigoureuze trendbreuk met het verleden, waarin Europese financieelrechtelijke regels, uitgevaardigd middels richtlijnen, in de nationale rechtsstelsels geïmplementeerd dienden te worden. De open normen van het Nederlandse financieel toezichtrecht worden sinds de crisis voor een groot deel ingevuld door middel van leidraden, beleidsstukken en Q&A's. Dit is een ontwikkeling die vanuit het legaliteitsbeginsel beschouwd vatbaar is voor kritiek. Het risico van *détournement* de pouvoir moet hierbij gevreesd worden alsook de ontwikkeling waarin de toezichthouders de rol van (niet- democratisch gelegitimeerde) pseudo-wetgevers op zich nemen.

Een overeenkomstige factor in zowel de transformatie van zelfregulering in overheidsregulering alsook de overgang van nationale rechtsarrangementen naar het Europese niveau is het wegvallen van vertrouwen. Na de crisis is vanuit verschillende disciplines onderzoek gedaan naar de oorzaken van de crisis en een structureel falen van corporate governance bij banken (daaronder begrepen het risicomanagement, beloningsbeleid, de strategie en de financiering) is een breed gedragen conclusie. De vrijblijvendheid van naleving, het falen van het 'pas toe of leg uit'-beginsel en gebreken in het interne toezicht zijn als oorzaken geduid. Deze conclusie maakt echter nog niet dat zelfreguleringsnormen zich naar hun aard en strekking lenen voor implementatie in een formele wet- en regelgeving. Eigenschappen en kenmerken als integriteit, betrouwbaarheid, geschiktheid, duurzaamheid en verantwoordelijkheid zijn juridisch gezien uitermate lastig te duiden (met name in het licht van rechtszekerheid, rechtsgelijkheid en het verbod van willekeur). Dit zijn kwaliteiten en deugden die belangrijk zijn en – terecht – gewaardeerd en gezocht worden in functionarissen met een grote verantwoordelijkheid richting markten, klanten en de reële economie. Het probleem in juridisch opzicht heeft te maken met de onmogelijkheid van het juridisch normeren van bedrijfsethiek op een wijze die in overeenstemming is met de beginselen van de democratische rechtstaat en de eisen die in Nederland aan wet- en regelgeving worden gesteld. De kwaliteiten en deugden die vanuit politiek en maatschappelijk oogpunt gewenst worden van bestuurders en commissarissen van banken zijn niet in wettelijke regels te gieten, om deze reden hebben zij gestalte gekregen in soft law-arrangementen als corporate governance codes, tuchtrecht en een bankierseed.

De financiële crisis van 2008-2012 heeft de ontwikkeling van het financiële toezichtrecht in Europa en de Verenigde Staten in een stroomversnelling gebracht. In de Verenigde Staten is in 2010 de Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act ingevoerd gericht op het vergroten van de stabiliteit van het Amerikaanse financiële stelsel. Dodd Frank is een federale wet en geldt voor alle staten van de VS, de kerndoelen van de wet zijn het vergroten van de transparantie van het financiële stelsel, een structurele oplossing bieden voor systeemrelevante banken die geacht worden 'too big to fail' te zijn, het beschermen van belastingbetalers tegen de gevolgen van bail-outs en het beschermen van consumenten tegen financiële wanpraktijken. Geheel in lijn met de 'regulatory instability hypothesis'

van Gerding¹²⁴¹ is in juni 2017 de aanzet gegeven voor de ontmanteling van de wet en de versoepeling voor de aangescherpte regels die voor banken gelden. Het Europese project is meer ingewikkeld, niet in de laatste plaats omdat de EU geen federatie is maar een vorm van confederatie tussen soevereine staten. De financiële crisis ontstond in de VS met het faillissement van Lehman Brothers en de implosie van de toxische sub-prime hypotheekmarkt. De val van Lehman Brothers heeft de hele wereld bekend gemaakt met financiële systeemrisico's en het fenomeen (dilemma) 'too big to fail'. De financiële crisis onttaardde in een economische recessie en in Europa tevens in een staatsschuldencrisis. De crisis heeft kwetsbaarheden en onvolkomenheden blootgelegd in de financiële sector, maar tevens ten aanzien van de overheidsfinancieringen van Europese lidstaten en de grote verwevenheid van financiële instellingen en de staatsfinanciën van de lidstaten. Tevens heeft het een ongekende transformatie van soft law- in hard law-arrangementen gebracht. Internationaal financiële regulering wordt grotendeels beheerst door soft law, maar in de EU heeft financiële regulering sinds 2010 stapsgewijs een formeel wettelijke basis gekregen. De belangrijkste katalysator en rechtvaardiging van dit proces is het inzicht en uitgangspunt dat de financiële crisis een bedreiging voor de interne markt, de euro en de stabiliteit van Europese lidstaten vormt. De totale herziening van het Europese systeem voor financieel toezicht en de oprichting van de Bankenu-nie is een uniek en veelomvattend wetgevingsproces dat een logisch en begrijpelijk antwoord vormt op de grootste financiële crisis en economische recessie sinds de Tweede Wereldoorlog. Er zijn in de architectuur en inrichting van het Europese financiële toezicht duidelijke politieke en economische motieven en drijfveren zichtbaar, het juridisch framework dient hierbij als legitimering en formalisering. Het financieel recht is een vorm van economisch ordeningsrecht en is in dat opzicht hoogst instrumenteel van karakter. De normering en regulering van kapitaal, liquiditeits- en leverage-ratios vormen de basis van prudentieel toezichtrecht. De crisis heeft aangetoond dat banken te weinig schokabsorberend eigen vermogen hadden en dat het risicobeleid en bedrijfsstrategie van banken niet in een gezonde verhouding stond met de capaciteit om (externe) schokken en tegenslagen op te vangen. Deze kwetsbaarheid in combinatie met de onderlinge verwevenheid van financiële instellingen en de omvang van de sector en individuele instellingen heeft het 'too big to fail'-fenomeen gecreëerd. Het grootste deel van de nieuwe Europese wetgeving en nieuwe (of vernieuwde) toezichthoudende organen is gericht op het signaleren en tegengaan van systeemrisico's en een ongewenste concentratie van risico in de financiële sector. Een van de conclusies uit de crisis was dat microprudentieel toezicht onvoldoende is geweest om de sectorale en institutionele kwetsbaarheden tijdig op te merken. Om deze reden is supranationaal macroprudentieel toezicht een wezenlijk onderdeel gaan uitmaken van het Europese toezichtmechanisme.

Voor de crisis was de richtlijn het meest gekozen Europese wetgevingsinstrument voor de regulering van het financieel recht van de lidstaten. Vanuit het uitgangspunt dat de sectoren, cultuur en wetgevingssystemen van de lidstaten niet uniform zijn werd aan de staten zelf de verantwoordelijkheid gelaten om de Europese normen te implementeren. Na de financiële crisis is de verordening de meest gekozen vorm van wetgeving, omdat er, naar het oordeel van de Europese Commissie, te veel

1241. Gerding 2013, p. 8-9.

onderlinge afwijking was van de beoogde normen in de richtlijnen. Vanuit politiek en economisch oogpunt – en de wens om te komen tot een volledig geharmoniseerde interne financiële markt – is deze keuze te verdedigen, echter juridisch zijn er knelpunten. Het EU-Verdrag vereist een keuze voor een wetgevingsinstrument dat zo min mogelijk inbreuk maakt op de rechtsordes van de lidstaten. Hierdoor zal het veelvuldig gebruik van verordeningen bij het vormgeven van de interne financiële markt kritisch beschouwd moeten worden. Niet alleen het gekozen wetgevingsinstrumentarium is vatbaar voor kritiek, maar ook de onderwerpen die inmiddels vanuit Europa formeel en materieel ingevuld worden. Het nieuwe Europese financiële toezichtrecht bevat veel elementen die voor de crisis geacht werden in de sfeer van de lidstaten te vallen. De EU is bevoegd om maatregelen te nemen ter bevordering en bescherming van de interne markt en de belangen van de EU zoals deze in de EU-verdragen zijn neergelegd. Er zijn echter rechtsgebieden die tot de soevereine verantwoordelijkheid behoren, enkele voorbeelden zijn het straf(proces)recht, fiscaal recht, privaatrecht en het arbeidsrecht. Er is sprake van een hiërarchie, waarbij Europese normen voorrang hebben, of waarbij nationale wetgeving niet in stand kan blijven als sprake is van strijd met het uitspraken van het Europese Hof voor de Rechten van de Mens.

Het subsidiariteits- en evenredigheidsbeginsel stellen dat de EU slechts mag optreden indien dit op Europees niveau noodzakelijk en gewenst is. Dit beginsel speelt pas een rol als vastgesteld is dat de EU überhaupt regelgevende bevoegdheden heeft op een bepaald terrein: er dient dan bekeken te worden of de doelstellingen door de lidstaten zelf bereikt kunnen worden en tevens of deze doelstellingen beter door de EU bereikt kunnen worden. Het subsidiariteitsbeginsel speelt geen rol op terreinen waar de EU exclusief bevoegd is, zoals de externe handelspolitiek en het monetaire beleid van de ECB. Het nieuwe financiële toezichtstelsel van de EU plaatst de ECB in de positie van supranationale toezichthouder met de bevoegdheid om direct werkende verordeningen uit te vaardigen. De financiële crisis is een bedreiging gebleken voor de interne markt en voor de monetaire stabiliteit in de Unie en vanuit het subsidiariteits- en evenredigheidsbeginsel kan juridisch verdedigd worden dat de Bankenunie en het nieuwe systeem van Europees financieel toezicht niet strijdig is met het beginsel.

Het proportionaliteitsbeginsel vereist echter dat de Europese wetgever niet verder gaat dan strikt noodzakelijk om de nagestreefde doelstellingen te bereiken. Bij de beoordeling hiervan worden zowel het wetgevingsinstrument (richtlijn, verordening, aanbeveling) als de inhoud van de beoogde wetgeving betrokken. Een verordening is het meest ingrijpende wetgevingsinstrument omdat het de nationale regels volledig terzijde schuift. De richtlijn en kaderrichtlijn hebben ook een grote impact op nationale rechtsstelsels, maar vanwege de implementatieprocedure kunnen zij ingepast worden, waardoor de structuur van het nationale rechtstelsel intact blijft. Bij een verordening is een nationale wetgever vaak genooddaakt om een ‘carve out’ te maken, om ruimte te creëren zodat er geen strijd is met reeds bestaande nationale regels. Naast het instrument zal ook de gekozen inhoud de proportionaliteitstoets dienen te doorstaan. De inhoud valt uiteen in materiële normen, beleidsvrijheid en mate van gedetailleerdheid. Ten aanzien van het proportionaliteitsbeginsel kan de Europese bankenwetgeving op punten bekritiseerd worden. Immers de oude

praktijk van het reguleren van regels betreffende kapitaaltoereikendheid in Europese richtlijnen is verlaten.¹²⁴²

De aanbevelingen van de commissie De Larosière en de standaarden uit Basel III vormen belangrijke aanjagers voor de materiële invulling van het nieuwe Europese bankenrecht. De kapitaaleisen uit Basel III zijn echter opgesteld met als doel alleen grensoverschrijdende banken. De implementatie van de kapitaaleisen in CRD IV heeft deze standaarden toepasselijk gemaakt op alle banken in de Eurozone. De richtlijn bevat procedurele regels gericht op het prudentieel toezicht, zoals markttoegang van banken en beleggingsinstellingen, de operationalisering van toezicht, samenwerking tussen toezichthouders en sancties.¹²⁴³ De opstellers van het CRD IV zijn ook verder gegaan dan kapitaal, liquiditeit en leverage eisen, er worden tevens aspecten gereguleerd die tot de interne bedrijfsvoering van banken behoren, zoals de ondernemingsstrategie, het risicobeleid, de beoordeling van geschiktheid en het beloningsbeleid. De eisen voor systeemrelevante banken zijn nog verder aangescherpt. Met de invoering van CRD IV zijn ondernemingsaspecten die eerst in de sfeer van zelfregulering vielen getransformeerd naar Europese publiekrechtelijk normen. Tegelijkertijd is een ontwikkeling ingezet waarin corporate governance, cultuur en gedrag een centraal onderdeel zijn gaan uitmaken van financieel toezicht. De ECB en de FSB onderstrepen de rol die een zwakke risicocultuur heeft gespeeld in aanloop naar de financiële crisis. Risicomanagement wordt gezien als een element van corporate governance en het concept 'cultuur en gedrag'. De FSB heeft in 2014 een leidraad uitgebracht waarin indicatoren worden genoemd die bepalen of sprake is van een deugdelijke risicocultuur: de 'tone at the top', de interne verantwoordingsplicht, effectieve uitdagingen en de beloningsprikkels voor medewerkers.¹²⁴⁴ Ook door de Groep van 30 is nadrukkelijk aandacht besteed aan de wens om gedrag van banken te beheersen. Het G30-rapport uit 2012 stelt dat banken alleen succes kunnen hebben in het onder controle krijgen van gedrag wanneer dit aspect onderdeel uitmaakt van het bedrijfsmodel en wanneer onderkend wordt dat een deugdelijke cultuur onmisbaar is voor economische duurzaamheid.¹²⁴⁵

Een uitgangspunt van het SSM is geweest het doorbreken van nationale voorkeuren voor bepaalde toezichtmodellen. Hierdoor was een klimaat geschapen waarin grote nationale banken ongehinderd vast konden houden aan bestendige risicomodellen vanwege een minder strikte houding van de nationale toezichthouders. Vanuit het SSM is een toezichtmechanisme gericht op corporate governance ontwikkeld dat als doel had het vergroten van de betrokkenheid van toezichthouders bij de raden van bestuur. Het SSM heeft vanaf de start risico-governance en risicobereidheid tot belangrijke onderzoeksthema's gemaakt. Deze onderzoeken zijn uitgevoerd door de Joint Supervisory Teams, waarbij de uitkomsten van het onderzoek naar de governance bij banken bepalend zijn voor het beeld dat de toezicht-

1242. De 2006 Bankenrichtlijn en de Richtlijn 2006/49/EG.

1243. B.P.M. Joosen, 'Nieuwe kapitaaleisen voor banken als gevolg van Basel III/CRD IV', *Tijdschrift voor Financieel Recht* 2012-6, p. 204.

1244. Financial Stability Board, *Guidance on supervisory interaction with financial institutions on risk culture – a framework for assessing risk culture*, Basel: FSB 2014.

1245. Group of Thirty (G30), *Towards effective governance of financial institutions*, Washington: 2012.

houders van een bank hebben, in samenhang met het bedrijfsmodel, risicostrategie, het kapitaal, liquiditeit en de financiering. Dit zijn de elementen die zijn opgenomen in het Supervisory Review and Evaluation Process. Het harmoniseren van de verschillende toezichtregimes in de 19 landen die de euro gebruiken is voor de ECB een grote uitdaging. Er dient een bestendige stabiele uniforme toezichtspraktijk te zijn, waarbij tevens ingespeeld kan worden op nieuwe ontwikkelingen. Nederland vervult in dit opzicht een bijzondere positie, omdat in ons toezichtstelsel risico- en gedragsregulering op de voorgrond staan en samengebracht zijn in een toezicht-instrumentarium. De implementatie van de eisen uit de CRD IV betreffende de geschiktheid van bestuurders wordt in de lidstaten verschillend geïnterpreteerd en uitgelegd. De materiële invulling van corporate governance normen voor banken op Europees niveau is gestoeld op de wens om onderlinge verschillen en regulatory biases tegen te gaan. Echter vanuit het proportionaliteitsbeginsel is deze wens kwetsbaar voor kritiek, omdat interne governance, risicobeleid en bedrijfsstrategie aspecten zijn die tot de nationale stelsels behoren. Er is door de Commissie en de ECB geen overtuigend empirisch bewijs getoond voor het veronderstelde verband tussen prudentiële toezichtaspecten enerzijds en ‘gedrag en cultuur’ anderzijds. De bedrijfsvoering en de ondernemingsstrategie worden bepaald door het bestuur onder toezicht van de commissarissen en de AvA. Hierin past een marginale en meer terughoudende rol voor de toezichthouders. De focus in regulering en toezicht zou beter dienen te liggen op klantbejegening, de (ontwikkeling van) financiële producten en diensten en publiekrechtelijke zorgplichten.¹²⁴⁶

7.2 Een striktere scheiding en afbakening tussen corporate governance en financieel toezicht

Op banken zijn het vennootschapsrecht, het financieel toezichtrecht, het Europese bankenrecht en de corporate governance code en de code banken onverminderd van toepassing. In deze pluraliteit van regelgeving is een strikte afbakening tussen regelregimes, toezicht en soorten naleving noodzakelijk, anders is sprake van rechtsonzekerheid aan de kant van de normadressanten en ineffectiviteit aan de kant van wetgevers en toezichthouders. Een herdefiniëring en afbakening van financieel toezichtrecht en corporate governance zijn geboden, omdat de grenzen na de crisis vervaagd zijn. Om deze scheiding te realiseren dient een fundamentele beslissing genomen te worden over aspecten die in de sfeer van zelfregulering passen en welke door overheidsregulering (nationaal of Europees) beheerst moeten blijven. Gesteld kan worden dat eisen ten aanzien van kapitaal, liquiditeit, leverage, buffers en kwaliteit van financieringsstructuren wettelijk genormeerd moeten blijven, vanuit een centraal supranationaal niveau. De financiële crisis en daarmee samenhangende economische recessie en staatsschuldencrisis hebben kwetsbaarheden van de Europese bankensector blootgelegd die nadrukkelijk strengere regelgeving rechtvaardigen. De conclusie dat een strenger gecentraliseerd Europees bankentoezicht noodzakelijk was heeft ook geleid tot een herdefiniëring van de betekenis van prudentieel toezicht en daarmee – in dezelfde ontwikkeling meegenomen – een juridificering van cultuur en gedrag.

1246. Zie ook: Broekhuizen 2016, p. 19 (Broekhuizen bepleit met name het nader duiden en verhelderen van de betekenis van klantbelang, belangenconflict en zorgplicht).

Corporate governance behelst van oorsprong de normen die de onderlinge verhouding van het bestuur, de commissarissen en de aandeelhouders reguleren. Corporate governance is ontstaan als reactie op de principal-agent problemen die spelen als gevolg van de scheiding van eigendom en bestuur. De normen die in corporate governance codes gestalte hebben gekregen kunnen een rol spelen bij de invulling van de open normen van het vennootschapsrecht, zoals in Nederland art. 2:8 en 2:9 BW. Een ruime opvatting van corporate governance betreft ook nadrukkelijk de belangen van andere stakeholders, zoals werknemers, leveranciers, financiers en de maatschappij als geheel. De principes in corporate governance codes worden nageleefd via het ‘pas toe of leg uit’-beginsel, hiervan is bij formele wetgeving geen sprake. Omdat de normen uit corporate governance codes niet hoeven te voldoen aan de eisen die wel gelden voor wettelijke regels – zoals legaliteit, kenbaarheid, duidelijkheid – is het mogelijk om meer ethische aspecten in corporate governance codes te betrekken. Zaken als de bedrijfsstrategie, risicomanagement, personeelsbeleid en beloningen, zijn genormeerd in corporate governance codes, tuchtrecht en de bankierseed (en oorspronkelijk niet in wettelijke regelingen). In de Wet financiële dienstverlening is sinds 2006 (en vanaf 2007 in de Wft) wel geregeld dat banken een *integere en beheerste bedrijfsvoering* dienen te hebben. Deze norm werd echter niet ingevuld met een verwijzing naar corporate governance principes, maar op een wijze die past bij een juridisch regime: handelen dat geschiedt binnen de grenzen van de wet, met gebods- en verbodsbepalingen. Als een bank en zijn medewerkers handelen zonder daarbij wettelijke bepalingen te overschrijden en tegelijkertijd een systeem in werking heeft dat gericht is op het beheersen van operationele risico’s, juridische risico’s, kredietrisico’s, compliance risico’s, marktrisico’s en systeemrisico’s dan voldoet men – in theorie – aan de wettelijke eis van een beheerste en integere bedrijfsvoering. Er bestaat immers geen wettelijke plicht om garant te staan dat deze risicobeheersingssystemen ook daadwerkelijk effectief zijn. Alleen ten aanzien van verslaggevingsrisico’s is sprake van een wettelijke verplichting om uitspraken te doen over de betrouwbaarheid. In dat opzicht zijn de eisen omtrent financiële verslaggeving al geruime tijd verder uitgekristalliseerd, met een bescherming van het belang van aandeelhouders als grondslag en doelstelling.

De financiële crisis heeft aangetoond dat de bankensector dusdanig complex en intransparant is dat een crisis zoals deze, die veroorzaakt werd door de val van Lehman Brothers in 2008 niet juist voorspeld was. De opstapeling en concentratie van risico in het financiële stelsel en het schaduwbankwezen en de daarmee gepaard gaande systeemrisico’s waren voor toezichthouders niet voldoende kenbaar. Omdat rond de financiële crisis de grenzen van de toezichthoudende capaciteit ontdekt zijn, hebben wetgevers en toezichthouders het gehele systeem van financieel toezicht heroverwogen. De ambities en doelstellingen zijn gericht op het voorkomen van een volgende crisis, het tegengaan van systeemrisico’s en – als een bank toch failliet gaat – het ontzien van belastingbetalers door middel van een (vorm van) bail-in. Er is nadrukkelijk gekozen om financieel toezicht uit te breiden tot een normering van de bedrijfsstrategie, het risicobeleid, het personeelsbeleid en de beloningsstructuur van banken. Hiermee ontstaat het beeld van een ‘maakbare’ bankensector, waarbij de politiek en toezichthouders een reeds bestaand beeld hebben van de gewenste inrichting en bedrijfsvoering en strategie van banken,

met een stabiele en prudente sector als gevolg. De financiële crisis heeft aangetoond dat een belangrijke katalysator (van de ernst en omvang) angst is geweest en het wegvallen van onderling vertrouwen. Dit zijn aspecten die moeilijk te reguleren zijn. Men kan alle seniorposities en bestuursfuncties van een bank laten bekleden door functionarissen die — naar de inschatting van de nationale en Europese toezichthouders — ‘geschikt en betrouwbaar’ zijn, maar de gevolgen van een faillissement van een systeemrelevante bank of een Europese lidstaat zullen onverminderd destructief en mogelijk fataal zijn.

Een pleidooi voor een hernieuwd vertrouwen in zelfregulering in de bankensector is gewenst, omdat deze ontwikkeling voor de sector zelf, de toezichthouders en de politiek significante voordelen heeft. De doelen die nagestreefd worden door de nationale en Europese toezichthouders dienen te convergeren met de belangen van de banken zelf. Als deze belangen convergeren krijgt de bankensector een grotere autonomie en kan zij met behulp van zelfregulering een beheerste en stabiele sector tot stand brengen. De instituten en cultuur van internationale financiële regulering tonen aan dat gezaghebbende organen — in een systeem van soft law — op internationaal niveau hele sectoren kunnen reguleren. Een probleem ten aanzien van bepaalde aspecten van zelfregulering in de financiële sector is het gebrek aan ‘skin in the game’: de afwezigheid van consequenties van niet-naleving en de wetenschap dat centrale banken en overheden functioneren als ‘lender of last resort’ en vangnet. De bankensector is, indien hiervoor de juiste stimulans bestaat, beter in staat om risico’s in te schatten en om stabiele en duurzame handelspraktijken en financieringsconstructies tot stand te brengen. Als het extern financieel toezicht gericht is op prudentiële eisen zoals kapitaal, liquiditeit, leverage ratios en de kwaliteit en schokabsorberende capaciteit van het eigen vermogen, dan kan de interne governance, *in autonomie*, zich richten op een verantwoorde en beheerste en integere bedrijfsvoering. Het (voornamelijk Europese) financieel toezichtrecht dat zich na de crisis heeft ontwikkeld is een vorm van financieel controlerecht gericht op het beheersbaar maken van de bankensector. De wetgevers en toezichthouders zijn zich terdege bewust van de kans dat een crisis zich ooit opnieuw kan voordoen, omdat de architectuur van de bankensector en de financiële instellingen niet wezenlijk veranderd zijn. Een meer effectieve beheersing van de risico’s zou bereikt kunnen worden door duidelijke consequenties te verbinden aan non-compliance. Deze consequenties zouden (optioneel) over verschillende wettelijke assen aangescherpt kunnen worden:

- i. individuele en organisatorische sancties bij werkelijke misstanden en incidenten (feitelijke wetsovertredingen);
- ii. het (tijdelijk) wegnemen van vergunningen indien gehandeld is in strijd met de vergunningsvoorwaarden;
- iii. een duidelijke — met alle waarborgen die het recht biedt — Europese claw back-regeling;
- iv. een zwarte lijst met bankactiviteiten waarvan objectief is vast komen te staan dat zij bedreigend zijn voor de stabiliteit van individuele banken en de sector;
- v. een helder wettelijk kader gericht op consumentenbescherming, waarbij — vanuit best practices — zorgplichten geïntroduceerd worden op Europees

niveau. Daarmee kan een verder geharmoniseerd Europees financieel consumentenrecht tot stand komen.¹²⁴⁷

- vi. de dreiging van de mogelijkheid van een daadwerkelijk faillissement, zoals dit ook voor niet-banken geldt (een ingewikkeld proces, hiervoor zou het ‘too big to fail’-dilemma eerst opgelost moeten worden).

Schending van deze publiekrechtelijke normen zou tevens moeten kunnen doorwerken in (privaatrechtelijke) contractuele relaties en daarmee consumenten een wettelijk grondslag voor aansprakelijkheid en schadevergoeding kunnen bieden. De invulling van ‘gedrag en cultuur’, de strategie en de bedrijfsvoering alsmede het bepalen van geschiktheid van bestuurders en commissarissen kan dan teruggeplaatst worden in de sfeer van de onderneming zelf, op basis van een hernieuwd vertrouwen en een afbakening en scheiding van extern toezicht en interne governance.

Banken zijn als beursgenoteerde vennootschappen onderhevig aan de eisen van Boek 2 BW. Dit betekent dat de bestuurders en commissarissen zich dienen te richten op het belang van de vennootschap en de met haar verbonden onderneming. In het vennootschapsrecht worden principal-agent problemen op verschillende wijze wettelijk gereguleerd. Het vennootschapsrecht is niet gestoeld op een stakeholdersmodel, dat is juridisch ondoenlijk. In het vennootschapsrecht zijn de rollen en verantwoordelijkheden van de raad van bestuur, de raad van commissarissen en de algemene vergadering van aandeelhouders geregeld. Deze organen kennen een ruime bevoegdheid om invulling te geven aan hun respectievelijke taken, waarbij het bestuur verantwoordelijk is voor de strategie en het beleid van de onderneming. De RvC en de AvA hebben mogelijkheden om in verweer te komen tegen het beleid van raden van bestuur en CEO’s, maar ook een rechter zal de discretionaire bevoegdheden van het bestuur respecteren en marginaal toetsen: de ‘business judgement rule’. Omdat het vennootschapsrecht formeel en materieel gezien ongeschikt is om inhoudelijke normen over goed ondernemingsbestuur gestalte te geven zijn corporate governance codes opgesteld, ter aanvulling. Deze zelfreguleringsinstrumenten zijn materieel gezien een combinatie van economische, bedrijfsethische en juridische principes en best practices. Zij zijn niet geschikt om letterlijk als wettelijke norm te dienen, omdat zij niet aan de formele en materiële eisen van wetgeving voldoen. In de eerste plaats zijn ze niet democratisch tot stand gekomen en de overheid kan niet toezien op de naleving en het toezicht omdat het gedragsnormen zijn die niet in een wettelijk systeem passen. Zij kunnen dienen ter invulling van de open normen in het vennootschapsrecht, maar zijn zelf geen vorm van overheidsnorm. Er is tussen het vennootschapsrecht en corporate governance sprake van een elkaar complementerende rol, zonder de noodzaak of wens om corporate governance te transformeren in overheidsregulering. De wettelijke verankering van de NCGC in art. 2:391 lid 5 BW en de daarmee wettelijke verplichting om te rapporteren over de naleving heeft een mogelijk vrijblijvende karakter weggenomen. Het gegeven dat het een product van de markt is vormt een wezenlijk aspect en eigenschap van de gedragscodes.

1247. Zie ook: Broekhuizen 2016, p. 19 e.v.

Corporate governance bij banken verschilt op enkele belangrijke punten van corporate governance bij niet-banken, dit is een breed gedragen conclusie na de financiële crisis. De risico's, complexiteit, financieringsstructuur, producten, markten, beloningscultuur en interne bestuursstructuren leiden ertoe dat standaard corporate governance principes niet toereikend zijn om doeltreffende uiting te geven aan 'goed ondernemingsbestuur' bij banken. Deze gevolgtrekking betekent echter niet dat geen rol meer is weggelegd voor zelfregulering, ook in de bankensector. Een voorbeeld hiervan is de nieuwe gereviseerde NCGC 2016, waarin uitdrukkelijk aandacht is geschonken aan lange termijn waardecreatie, risicomanagement en de rol en verantwoordelijkheden van het bestuur en de RvC.¹²⁴⁸ Ter illustratie: de principes uit de NCGC 2016 zijn in grote lijnen thematisch en materieel in overeenstemming met de 'Corporate governance principles for banks' die door het Basel Committee on Banking Supervision in 2015 zijn uitgebracht.¹²⁴⁹ Als de doelstelling van de bankensector en van de (nationale en Europese) politiek, toezichthouders en maatschappij op één lijn gebracht kan worden dan is zelfregulering niet onverantwoord vanuit prudentieel oogpunt, maar is zelfs te verkiezen boven formeelrechtelijke regelgeving.

7.3 Afsluitende beschouwing

De ontwikkeling van financieel toezicht na de crisis heeft plaatsgevonden op verschillende niveaus en op meerdere terreinen, in een systeem van multi-level governance. De overheveling van regelgevende en toezichthoudende bevoegdheden van de Europese lidstaten naar de Europese Unie is ongekend. De uitbreiding van het gezag en de macht van de Europese Centrale Bank had zonder de financiële crisis nooit in deze mate plaats kunnen vinden. De veronderstelling achter de oprichting van de Bankenunie, het Single Rulebook en het Single Supervisory Mechanism is dat de voortekenen van systeemproblemen en een mogelijke crisis meer adequaat gesignaleerd en beantwoord kunnen worden vanuit een centraal supranationaal orgaan, de ECB, ondersteund door meerdere gespecialiseerde toezichthouders. De totstandkoming van een 'level playing field' in de Europese financiële sector is een van de belangrijkste doelstellingen achter de Europeanisering van het financieel toezichtrecht. De normen die zijn vastgelegd in Basel III vormen de materiële grondslag van een groot deel van de Bankenunie en de tijd zal moeten uitwijzen of de regels omtrent kapitaal, liquiditeit en leverage afdoende zijn om financiële crises af te wenden. Een stress test op het gehele financiële stelsel is immers niet mogelijk, dus het meten en inventariseren van de impact en schadelijke gevolgen van een scenario zoals zich voltrok na het faillissement van Lehman Brothers in september 2008 is niet mogelijk. De grootste banken in Europa waren, zijn en blijven 'too big to fail'. De Bankenunie heeft hierin geen wezenlijke verandering gebracht. De invoering van instrumenten die kunnen worden ingezet ter redding of afwikkeling van banken die in crisis verkeren is de meest uitgebreide toezichtsmaatregel die na de crisis in Europa is geïntroduceerd. Enkele juridische opties die tijdens de ontwikkeling van de Bankenunie onbenut zijn gebleven zijn

1248. Monitoring Commissie Corporate Governance Code, *De Nederlandse Corporate Governance Code*, Den Haag: 2016.

1249. Basel Committee on Banking Supervision, *Guidelines – Corporate governance principles for Banks*, Basel: BIS 2015.

de splitsing van universele banken in beleggingsinstellingen en nutsbanken. Tevens is nagelaten om een Europese variant van de Amerikaanse ‘Volcker Rule’ in te voeren, op grond waarvan banken niet meer de mogelijkheid zouden hebben om voor eigen rekening transacties te plegen (en een aandeel of belang in hedge funds en ‘private equity funds’ te bezitten). De strengere kapitaaleisen die zijn ingevoerd zorgen ervoor dat banken beter gekapitaliseerd zijn ten opzichte van de jaren voor de financiële crisis van 2007-2008 en de ‘Great Recession’ van 2008-2012. Ook ten aanzien van de eisen die gesteld worden aan liquiditeit, maximale leverage en de kwaliteit van het eigen vermogen zijn de normen aanzienlijk aangescherpt. Deze strengere regels zijn echter ingevoerd, terwijl het systeem qua structuur en architectuur in wezen hetzelfde is gebleven. Financiële instellingen zijn onverminderd met elkaar verweven en tevens met overheidsfinanciën. De totale schuldenlast op balansen van banken is astronomisch en de kwetsbaarheden in het systeem zijn, ondanks alle veranderingen in toezicht en regulering, niet wezenlijk veranderd. De crisis was ernstig, schadelijk en omvangrijk genoeg om logischerwijs aanleiding te kunnen geven voor een totale herbezinning op de structuur en inrichting van het bancaire stelsel. Deze optie is echter nagelaten, de tijd zal uitwijzen of de getroffen maatregelen afdoende zijn geweest. Er is na de crisis door de politiek en toezichthouders in ieder geval een nadrukkelijke focus gelegd op de interne bedrijfsvoering van banken en andere financiële instellingen, dit ten koste van zelfregulering in de sector en de autonomie van het bestuur van banken.

De intensivering van financieel toezicht en de meer indringende rol en houding van de nationale en Europese toezichthouders na de crisis is op zich begrijpelijk en te verklaren. Zowel op Europees niveau als in Nederland moest de conclusie getrokken worden dat het toezicht in aanloop naar 2008 ontoereikend is geweest. Er was te weinig sprake van macroprudentieel toezicht en de opgebouwde risico’s en kwetsbaarheid voor schokken en het beperkte absorberingsvermogen van de financiële sector waren onvoldoende onderkend. In de wens om te komen tot een adequaat nationaal en Europees toezichtstelsel waren echter meerdere keuzes voorhanden. Een totale heroverweging van de inrichting en architectuur van de financiële sector had een antwoord kunnen zijn. Hiervoor is niet gekozen. Op prudentieel vlak is derhalve sprake van een aanscherping en uitbreiding van grotendeels bestaande toezichtssystemen (in lijn met de Bazelse akkoorden). Kort gezegd is er sprake van ‘meer van hetzelfde’. Ten aanzien van gedragstoezicht is echter wel sprake van een totale omslag in de rol en functie van de toezichthouders. Nadrukkelijk als reactie op de crisis is de regulering van ‘cultuur en gedrag’ bij financiële instellingen een primaire doelstelling van de financiële toezichthouders geworden. Op Europees niveau valt deze verschuiving in het toezicht te herkennen aan de wijze waarop corporate governance in de vierde kapitaalrichtlijn gereguleerd wordt, daaronder inbegrepen de toetsing van de geschiktheid van bestuurders en commissarissen. Op dit niveau kan de juridische basis gevonden worden van een ‘one size fits all’ benadering ten aanzien van de interne bedrijfsvoering van financiële instellingen en het gewenste profiel en karakter van bestuurders en commissarissen. De EU wenst een ‘level playing field’ te creëren op de interne financiële markten en hierin wordt de regulering van het ondernemingsbestuur en de interne governance van Europese financiële instellingen nadrukkelijk meegenomen.

Nederland vervult een voortrekkersrol in Europa ten aanzien van de wens om vanuit financieel toezichtperspectief het gedrag en de cultuur in banken te reguleren. Ook hierbij is sprake van een 'one size fits all' benadering, omdat het niet mogelijk is om voor iedere instelling een daarop toegespitste benadering te hanteren, de capaciteit hiervoor is niet beschikbaar. Een andere reden is de veronderstelling dat de door DNB en AFM voorgestane cultuur de juiste is. Door nadrukkelijk een materiële invulling te geven aan het gewenste gedrag en de bedrijfsvoering op het gebied van strategie, risicobeleid, personeelsbeleid, productontwikkeling en dienstverlening is de kans aanwezig dat deze toezichtstrategie averechts zal werken. Het 'top down' opleggen van een bedrijfscultuur en bedrijfsvoering gaat voorbij aan het eigen karakter van een instelling en de kracht van de eigen bedrijfscultuur en traditie. Hiermee kan fragiliteit ontstaan in de nationale financiële sector, maar met name ten opzichte van internationale concurrenten die niet blootstaan aan een dergelijk toezichtregime. De Nederlandse grootbanken hebben een lange en rijke traditie en eigen strategieën. De financiële crisis zou geen aanleiding hoeven te zijn om deze onderlinge verschillen ongedaan te maken en te uniformiseren. Er bestaat in Nederland geen duidelijke wettelijke basis voor de regulering van het gedrag en de cultuur van banken. Deze invulling aan de toezichttaak wordt analoog gestoeld op de regulerende bevoegdheid die in de Wft en het Bgfo is neergelegd ten aanzien van een integere en beheerste bedrijfsvoering (de regulering van compliance is niet hetzelfde als de regulering van gedrag en cultuur). Hier is sprake van een duidelijk knelpunt. De regulering van gedrag en cultuur kan gezien worden als een vorm van détournement de pouvoir door de Nederlandse toezichthouders en kan op lange termijn niet standhouden zonder nadrukkelijke wettelijke basis. Beter zou het zijn om de regulering van gedrag en cultuur over te laten aan de sector zelf, via zelfregulering. De taken en functie van de AFM en DNB zouden beperkt moeten blijven tot prudentieel en integriteits- toezicht en (markt)gedragstoezicht. Sinds de crisis is het uitgangspunt van de toezichthouders dat prudentieel toezicht en toezicht op marktgedrag ontoereikend is, omdat hierbij cultuur en individueel gedrag een bepalende rol spelen. De bonuscultuur, overmatige risicobereidheid en het kortetermijndenken zijn ongewenste aspecten van de financiële sector die met de oorspronkelijke bevoegdheden en instrumenten van de financiële toezichthouders onvoldoende te beantwoorden en bestrijden zijn. De veronderstelling dat deze aspecten op lange termijn effectief en duurzaam te reguleren zijn, kan echter een illusie blijken te zijn. Zo ook het uitgangspunt dat het reguleren van deze ondernemingsaspecten een volgende crisis kan voorkomen. Een financiële crisis ontstaat doordat sprake is van een kettingreactie, een besmetting en van paniek en verlies aan vertrouwen en het opdrogen van liquiditeit. De primaire reden dat het financiële stelsel behoorlijk stabiel is en functioneert is de aanwezigheid van vertrouwen tussen financiële instellingen, met name in het interbancair leenverkeer en de solvabiliteit en kredietwaardigheid van transactiepartners. De vangnetfunctie van centrale banken, als 'lenders of last resort' vormt ook een wezenlijk onderdeel van de stabiliteit van het financiële stelsel. Mede om deze reden is een cruciale rol weggelegd voor de nationale centrale banken en de ECB. Het financiële stelsel is deels gestoeld op de impliciete garantie dat de toezichthouders en overheden ingrijpen wanneer een systeemrelevante instelling dreigt failliet te gaan. Deze impliciete garantie levert echter ook 'moral hazard' op, de veronderstel-

ling dat centrale banken systeemrelevante instellingen niet failliet laten gaan (vangnet), en kan de strategie en risicobereidheid beïnvloeden. De optie van een bail-in en het Europese Single Resolution Mechanism zijn ontwikkeld met als doel om bail-outs en reddingsoperaties door overheden in de toekomst te voorkomen. Dit neemt echter het dilemma ‘too big to fail’ niet weg, want als een bail-in faalt zal het financiële stelsel naar alle waarschijnlijkheid toch door de ECB en nationale toezichthouder gered worden, om een systeemcrisis af te wenden. Tevens kan het bail-in mechanisme vergelijkbare ‘moral hazard’ problemen veroorzaken, omdat de systeemrelevante status van de grootste Europese banken niet is weggenomen.

In Europa is na de crisis nadrukkelijk de wens geuit om ‘too big to fail’ te beëindigen en om de verwevenheid tussen de bancaire sector en Europese overheidsfinanciën te verkleinen. Beide doelstellingen zijn niet behaald en zullen met de huidige inrichting van het Europese financiële stelsel niet bereikt worden. Een faillissement van één of meerdere van de grootste banken in een Europese lidstaat zou onverminderd een kettingreactie en systeemcrisis kunnen veroorzaken. De banken die grensoverschrijdend actief zijn, staan bloot aan mogelijke schokken en tegenslagen die hun oorsprong kunnen hebben in andere Europese lidstaten of van buiten de EU. In hoeverre kan het indringend bepalen van het profiel en gewenste karakter van bestuurders en de cultuur en het gedrag van individuele banken bijdragen aan de preventie van een nieuwe crisis? Beter kan men vanuit juridisch en reguleringsoogpunt enkele strikte bakens stellen en een rechtvaardig en transparant speelveld creëren ten aanzien van: i) vergunningen en markttoegang; ii) financiële producten en dienstverlening en iii) kapitaal, liquiditeit- en leverage-eisen die vanuit prudentieel oogpunt deugdelijk zijn en in overeenstemming met internationale jurisdicties. Als Nederland ervoor kiest om bewust strengere wet- en regelgeving te hanteren dan andere Europese lidstaten dan ontstaat ‘regulatory arbitrage’. De Nederlandse financiële sector wordt daarmee concurrentieel gezien en op een achterstand geplaatst, en dit creëert onnodige kwetsbaarheden in financiële instellingen en de sector als geheel.

De regulering en het bepalen van geschiktheid, gedrag, cultuur, strategie, beloning en risico zou overgelaten en toevertrouwd moeten worden aan het bestuur, de commissarissen en de aandeelhouders en de interne gespecialiseerde organen van de financiële instellingen. Het vaststellen van de normen die naar hun aard en inhoud niet geschikt zijn voor materiële wet- en regelgeving zou moeten worden toevertrouwd aan de sector door middel van zelfregulering. De Nederlandse Corporate Governance Code, de Code Banken 2015, het bankentuchtrecht, de bankierseed en de richtlijnen inzake corporate governance van het Bazelse Committee en van de Europese Bankenautoriteit voorzien in de gewenste normering van goed ondernemingsbestuur. De reden dat een parallel systeem is ontstaan van overheidsregulering en zelfregulering gericht op de corporate governance van banken vloeit voort uit wantrouwen ten opzichte van het zelfregulerend vermogen van de sector en tevens de wens om een toekomstige crisis af te wenden. Een meer terughoudende opstelling van de toezichthouders zou gepast zijn, daar de Wft geen directe basis biedt voor de indringende bemoeienis met de bedrijfsvoering en interne bestuurs- en personeelsaangelegenheden. De regulering van gedrag en cultuur heeft geen wettelijke basis, ondanks een verzoek van DNB aan de Minister van Financiën om

in het Bgfo een bepaling op te nemen dat financiële instellingen gedragsnormen moeten opnemen in hun bedrijfsprocessen (en daarmee cultuur). Deze wettelijke aanpassing heeft niet plaatsgevonden en desondanks is het toezicht op, en de regulering van gedrag en cultuur geïntensiveerd.

De financiële sector is mondiaal van aard en omvang, en uitermate complex. Problemen in het schaduwbankwezen, high-frequency-trading, Fintech, alternatieve financieringsvormen, cryptografisch geld, de blootstelling aan zwakkere economieën en bankensectoren en 'black swan events' kunnen ertoe leiden dat Nederlandse banken geconfronteerd worden met onvoorziene systeemshokken en destabiliserende ontwikkelingen die grotendeels buiten de invloedssfeer van individuele banken liggen. Als een Europese systeemrelevante bank of een Europese lidstaat onverhoopt failliet zou gaan dan wordt de Nederlandse financiële sector met destabiliserende schokken geconfronteerd. Van belang in een dergelijk scenario is het schokabsorberend vermogen en de kwaliteit van het eigen kapitaal. Op deze aspecten zou de nadruk van de toezichthouders moeten liggen, niet op het reguleren van de interne ondernemingsaspecten en samenstelling en profiel van het bestuur. De angst dat bestuurders met een te grote risicobereidheid en/of korte termijnstrategie aan het roer staan van systeemrelevante financiële instellingen vormt geen juridische rechtvaardiging voor de indringende toezichthoudende rol van de AFM en DNB. De onderliggende problematiek betreft het helaas onverminderd aanwezige fenomeen 'too big to fail' en het gebrek aan vertrouwen is het zelfregulerend vermogen van de sector. Als deze dilemma's opgelost zouden kunnen worden dan zou de selectie en beoordeling van de bestuurders wederom overgelaten kunnen worden aan de instellingen en sector zelf. Het is een illusie om te veronderstellen dat het profileren en 'top down' inrichten van de samenstelling van de directiekaars van financiële instellingen in Nederland een volgende crisis kan afwenden.

De juridische knelpunten die voortvloeien uit de wens van de toezichthouders om het gedrag en de cultuur van financiële instellingen te reguleren moet niet onderschat worden. De bevoegdheid om toezicht te houden op de totstandkoming en het waarborgen van een 'integere en beheerste bedrijfsvoering' is als het ware opgerekt om een analoge en geconstrueerde juridische basis te bieden voor de regulering van gedrag en cultuur. DNB, als prudentieel toezichthouder, heeft problemen en tekortkomingen in het gedrag en de cultuur van banken aangeduid als wezenlijk in het kader van de prudentiële toezichtstaak. De veronderstellingen achter deze stellingname zijn nimmer empirisch of objectief aangetoond. Een aanzienlijk deel van de Nederlandse banken heeft op eigen kracht de financiële crisis doorstaan. Toen de crisis losbarstte na het faillissement van Lehman Brothers beschikten de Nederlandse banken grotendeels over een eigen cultuur, profiel en strategie. De kans is groot dat juist dit eigen karakter en profiel ervoor gezorgd heeft dat een deel van de Nederlandse banken het (zonder overheidssteun) heeft gered. Het implementeren van een 'top down' profiel voor gewenst gedrag en cultuur ontnemt banken de ruimte om een eigen strategie, marktpositie en cultuur te ontwikkelen. Een 'one size fits all' benadering gaat voorbij aan de individuele kwaliteiten en unieke eigenschappen van een organisatie. Het creëert een kunstmatige cultuur die voortvloeit uit de aanname dat de toezichthouder de wijsheid in pacht heeft

ten aanzien van de gewenste interne bedrijfsvoering van banken met in veel gevallen een lange geschiedenis en traditie.

De afgelopen tien jaar hebben aangetoond dat de toezichthouders en het Ministerie van Financiën kritisch moeten kijken naar de voorwaarden waaronder een bankvergunning wordt afgegeven. Ook ten aanzien van fusies en overnames, de blootstelling aan buitenlandse (hypotheek) markten en kwetsbare Europese lidstaten en de ontwikkeling van ondeugdelijke nieuwe producten en diensten (zoals aandelenlease) dient kritisch geoordeeld te worden vanuit prudentieel oogpunt en markttoezicht. Daarbij dient opgemerkt te worden dat wat onder gedragstoezicht in de Wft wordt verstaan weliswaar betrekking heeft op gedrag op de financiële markten, maar in beginsel niet op de interne cultuur en het gedrag binnen financiële ondernemingen. Ten aanzien van producten, diensten, handelspraktijken en de behandeling van consumenten is het van groot belang dat heldere en effectieve wetgeving geldt. De vaststelling van de gewenste eisen die aan kapitaal, liquiditeit en leverage-ratio's worden gesteld blijft in Europa een ondoorzichtig en moeilijk te doorgronden proces. In Bazel worden die kapitaaleisen onderhandeld en deze worden later in Europese wet- en regelgeving omgezet. De procedure die bij de implementatie van Basel III in het CRD IV-pakket is gevolgd, zal bij de implementatie van het aankomende Basel IV-akkoord ook plaatsvinden. De aanscherping van kapitaaleisen en de invoering van een nieuw systeem van Europees Financieel Toezicht en de Europese Bankenunie hebben het dilemma 'too big to fail' niet weggenomen. Evenmin zal de focus op gedrag en cultuur van banken een volgende crisis voorkomen. Nader onderzoek naar de mogelijkheden om systeemrisico's en 'too big to fail' structureel te beëindigen is geboden, omdat de nationale, Europese en mondiale economie een volgende crisis mogelijk niet op dezelfde wijze zal kunnen doorstaan. De focus zal daarbij gericht moeten zijn op de duurzame regulering van de onhoudbaar grote schuldenlast, het ondoorzichtige en onberekenbare schaduwbankwezen, de buitenproportionele balansen van banken (in verhouding tot de reële economie) en de verwevenheid van grootbanken met de overheidsfinanciën van Europese lidstaten. Deze prudentiële reguleringsaspecten behoren tot het terrein van de financiële toezichthouders en de politiek. Tegelijkertijd dient een duidelijke scheidslijn getrokken te worden tussen het domein van extern financieel toezicht en interne governance. Een terugkeer naar vertrouwen in het zelfregulerend vermogen van de financiële sector is daarbij het devies.

Financial regulation: the relationship between internal governance and external supervision

English summary

In this thesis I examine and analyse the foundations and principles of financial supervision and corporate governance of banks. The global financial system has changed after the crisis of 2008-2012 and as a direct consequence lawmakers and regulators have reorganized and transformed the national, European and U.S. systems of financial supervision. Banks are required to hold more quality capital and the ratios concerning liquidity and leverage have been increased. This response is logical and politically and economically sound, for the crisis brought the real economy and the finances of several sovereign states to the brink of disaster. The European Banking Union is the most profound and significant legal undertaking in response to the crisis. The harmonization of financial supervision and recovery and resolution aims to prevent crises and solidify and strengthen the European financial sector. The revolution in financial supervision is not limited to the sharpening and tightening of macro-prudential regulations and supervision, but is also expanded into the realm of the internal governance of financial institutions, banks in particular.

Shortcomings of internal governance and supervision regimes, exuberant remuneration policies, failing risk management and short-term strategies were identified as key causes of the financial crisis. These aspects of financial governance are seen as issues that lay beneath macro-prudential supervision and largely outside the traditional reach of prudential supervisors. They concern the internal dealings of banks, but problems and shortcomings result in risks and market-dynamics that fall within the scope of the prudential regulators. Failing governance structures in banks can lead to systemic risks and therefore the prudential regulators have expanded their supervisory powers (sometimes unilaterally) to include the internal governance of banks.

It is this logic and reasoning that led to the significant increase of rules and regulations aimed at the regulation of the *culture and behaviour* in banks. Most prominently it is the 'fit-and-proper-person' test of bank executives and internal supervisors that is presumed to lead to a more stable and prudent banking sector. Through a system of 'top down' prescription and implementation it is presumed that the regulation of culture and behaviour in banks is a key strategy in preventing future crises. This approach provides several issues and frictions, especially of a legal nature. The regulation of job-fitness, culture and behaviour belongs traditionally in the realm of self-regulation. Corporate governance codes and disciplinary law have previously provided ample tools and opportunity to effectively regulate these aspects and dynamics of professional businesses. The regulation of risk management, strategy, remuneration and recruitment policy are aspects of the internal governance of banks and firms in general. The Board of directors, CEO, internal supervisors and shareholders are burdened with the formulation and implementation of policy.

There exists no 'one size fits all' approach to govern banks, for they are unique organisations with distinct histories, strategies and cultures.

The regulation of behaviour and culture in banks has led to an increase in the use of terminology that is not suited for application in laws and regulations. For example, the terms *integrity*, *trustworthiness* and '*fit and proper*' do not belong in formal laws, for their meaning is ambiguous and vague and this creates tensions with respect to the core principles and protections of our legal system. These values and personal qualities are best suited to be regulated in instruments of self-regulation, such as corporate governance codes and disciplinary law. A restoration of the trust in the self-regulatory capabilities of the banking sector will result in achieving the goals that the financial regulators aim for. These goals are, among others, sustainable revenue models, improved internal control, adequate risk management, executive suitability and long-term return strategies. These aspects of internal governance are best suited for self-regulation. Micro- and macroprudential regulation and the prevention of systemic-risks and the handling and solving of the 'Too big to fail' dilemma remain the core focus points of the national, European and U.S. financial regulators. Over-regulating the internal governance of banks will not solve these issues, but it will artificially weaken banks for their strength lies in diversity and their own cultures. A 'one size fits all' approach to the regulation of behaviour and culture of banks creates vulnerabilities and financial fragilities that are undesirable from a prudential and legal standpoint. A better approach would be a stricter separation between the internal governance and external supervision of banks and an end to the vicious circle of regulation and deregulation. The examination and analysis of historical developments and dynamics in the national, European, U.S. and global financial systems support this proposition.

Literatuurlijst

- R. Abma, 'De Nederlandse Corporate Governance Code: Quo vadis?', *Tijdschrift voor Financieel Recht* 2014-6.
- V.V. Acharya, M. Richardson, S. Van Nieuwerburgh & L.J. White, *Guaranteed to fail: Fannie Mae, Freddie Mac and the debacle of mortgage finance*, Princeton: Princeton University Press 2011.
- R. Adams, 'Governance and the financial crisis', ECGI Working paper series in finance 2009, te raadplegen via: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1398583.
- H. Adelman, 'Trust and transparency: the need for early warning', in: I. MacNiel & J. O'Brien (eds.), *The future of financial regulation*, Oxford: Hart Publishing 2010.
- D. Adhariani, *Financial management and corporate governance and ethics of care*, Cham: Springer 2017.
- A.R. Admati & M.F. Hellwig, 'Does debt discipline bankers? An academic myth about bank indebtedness', Stanford Working paper no. 3031, 2013, te raadplegen via: <https://www.gsb.stanford.edu/faculty-research/working-papers/does-debt-discipline-bankers-academic-myth-about-bank-indebtedness>.
- G.A. Akerlof & R.J. Shiller, *Animal spirits: how human psychology drives the economy and why it matters for global capitalism*, Princeton: Princeton University Press 2009.
- K. Alexander, *The role of soft law in the legalization of international banking supervision: a conceptual approach*, Working paper no. 168, 2000, p. 3, te raadplegen via: https://www.cbr.cam.ac.uk/fileadmin/user_upload/centre-for-business-research/downloads/working-papers/wp168.pdf.
- K. Alexander, 'Market structure and market abuse', in: G. Caprio (ed.), *Handbook of safeguarding global financial stability: political, social, cultural and economic theories and models*, London: Elsevier 2012.
- K. Alexander, John Eatwell & A. Persuad, 'The nature of modern credit markets, banking and financial innovation', in: K. Alexander (ed.), *Research handbook on international financial regulation*, Northampton: Edward Elgar Publishing Ltd. 2012.
- K. Alexander, 'International economic law and macro-prudential regulation', in: T. Cottier et al. (eds.), *The rule of law in monetary affairs*, Cambridge: Cambridge University Press 2014.
- D. Alford, 'The Lamfalussy process and EU bank regulation: another step on the road to pan-European regulation?', *Annual Review of Banking & Financial Law*, Vol. 25:1, 2005.
- D.A. Alhadeff, *Competition and controls in banking: a study of the regulation of bank competition in Italy, France and England*, London: Cambridge University Press 1968.
- F. Allen, E. Carletti & X. Gu, 'The roles of banks in financial systems', in: A.N. Berger et al. (eds.), *The Oxford Handbook of Banking*, Oxford: Oxford University Press 2015.
- C.E. Altamura, *European Banks and the rise of international finance: the post-Bretton Woods era*, Oxon: Routledge 2017.

- M. Andenas & I. H-Y Chiu, *The foundations and future of financial regulation – Governance for responsibility*, Oxon: Routledge 2014.
- G.A. Aragon, *Financial ethics: a positivist analysis*, Oxford: Oxford University Press 2011.
- D. Aranoff, *The financial crisis reconsiderd: the mercantilist origin of secular stagnation and boom-bust cycles*, New York: Palgrave Macmillan 2016.
- P. Arestis & E. Karakitsos, 'Causes of the "great recession" and economic policy implementations', in: S. Fadda & P. Tridico (eds.), *The economic crisis in social and institutional context – theories, policies and exit strategies*, London: Routledge 2015.
- A. Argandona, 'Three ethical dimensions of the financial crisis', in: A.G. Malliaris, L. Shaw & H. Shefrin (eds.), *The global financial crisis and its aftermath: hidden factors in the meltdown*, Oxford: Oxford University Press 2016.
- Aristotle, *Ethica Nicomachea*: Book V.
- J. Armour, D. Awrey, P. Davies, L. Enriques, J. Gordon, C. Mayer & J. Payne, *Principles of financial regulation*, Oxford: Oxford University Press 2016.
- R.A. Arnold, *Microeconomics*, Mason: South-Western Cengage Learning 2013.
- D. Arsalidou, *Rethinking corporate governance in financial institutions*, Oxon: Routledge 2016.
- I.P. Asscher-Vonk, 'Inleiding', in: I.P. Asscher-Vonk et al. (red.), *Onderneming en integriteit*, Deventer: Kluwer 2007.
- B. Assink, *De januskop van het ondernemingsrecht – over facilitering en regulering van ondernemerschap*, Deventer: Wolters Kluwer 2010.
- B.F. Assink, 'Van vennootschappelijk belang (II, slot)', *WPNR* 2016/7112.
- J. Austin, *The province of jurisprudence determined*, London: John Murray 1832.
- E. Avgouleas, *Governance of global financial markets: the law, the economics, the politics*, Cambridge: Cambridge University Press 2012.
- E. Avgouleas & C. Goodhart, 'Critical reflections on Bank Bail-ins', *Journal of Financial Regulation* 2015-1.
- B.E. Baarsma et al., *Zelf doen? Inventarisatie van de zelfreguleringsinstrumenten*, Amsterdam: SEO Economisch onderzoek 2003.
- B.E. Baarsma, 'Afwegingskader bij het gebruik van zelfreguleringsinstrumenten', *Tijdschrift voor Toezicht* 2010-3.
- J. Badics et al., 'Financial regulation in Hungary', in: R. Kattel et al. (eds.), *Financial regulation in the European Union*, Oxon: Routledge 2016.
- A. Baglioni, *The European Union, a critical assessment*, London: Palgrave Macmillan 2016.
- S. Baig & M. Choudhry, *The mechanics of securitization: a practical guide to structuring and closing asset backed security transactions*, New Jersey: John Wiley & Sons 2013.
- J.P. Balkenende & H. Tieleman, 'Soevereiniteit in eigen kring, subsidiariteit en economische orde – Tweeluik en perspectief', in: M. Becker et al. (red.), *Economie en ethiek in dialoog*, Assen: Van Gorcum 2001.
- O. de Bandt et al., 'Systemic risk in banking after the great financial crisis', in: A.N. Berger et al. (eds.), *The Oxford Handbook of Banking*, London: Oxford University Press 2015.
- M. Bainbridge, *Corporate governance after the financial crisis*, Oxford: Oxford University Press 2012.
- S. Balachandran, B. Kogut & H. Harnal, *Did executive compensation encourage extreme risk-taking in financial institutions?*, Working paper 2010, te raadplegen via: <https://www0.gsb.columbia.edu/mygsb/faculty/research/pubfiles/5388/extre->

me%20risk%20financial%20services%20compensation%20balachandran%20ko-gut%20harnal_v2.pdf.

M.S. Barr, 'International lawmaking by hybrid bodies: the case of financial regulation', in: C. Brolmann & Y. Radi (eds.), *Research handbook on the theory and practice of international lawmaking*, Cheltenham: Edward Elgar 2016.

B. Barretta & S. Baird, 'Intraday liquidity risk management', in: S. Venkat & S. Baird (eds.), *Liquidity risk management: a practitioner's perspective*, Hoboken: John Wiley & Sons 2016.

J.R. Barth, A. Prabha & C. Wihlborg, 'The Dodd-Frank Act: Key features, implementation progress and financial system impact', in: J.R. Barth & G.G. Kaufman (eds.), *The first financial crisis of the 21st century: a retrospective*, London: World Scientific Publishing Co. Pte. Ltd. 2016.

S.M. Bartman, 'De Code Tabaksblad, een juridisch lichtgewicht', *Ondernemingsrecht* 2004-4.

S.M. Bartman, *European company law in accelerated progress*, Alphen aan den Rijn: Kluwer Law International 2006.

S. Battini, 'The proliferation of global regulatory regimes', in: S. Cassese (ed.), *Research handbook on global administrative law*, Cheltenham: Edward Elgar 2016.

M. Becker, B. van Stokkum, P. van Tongeren & J.P. Wils, *Lexicon van de ethiek*, Assen: Van Gorcum 2007.

J. Beke, *International accounting harmonization: adopting universal information methods for a global financial system*, New York: Palgrave Macmillan 2013.

G.J. Benston, *The separation of commercial and investment banking – the Glass-Steagall Act revisited and reconsidered*, London: Palgrave Macmillan 1990.

M.F.M. van den Berg, 'Cultuurspecifieke en civielrechtelijke invulling van de publiekrechtelijke zorgplicht van financiële dienstverleners', *Maandblad voor Vermogensrecht* 2014-7/8.

M.F.M. van den Berg, H.F.L. Goverde & C.W.M. Vergouwen, 'De beperkte macht van de regel. De kracht van sturen op gewenst gedrag bij veranderingen in de financiële en zorgsector', *Maandblad voor Vermogensrecht* 2016-11.

I. ten Berge, *People, planet profit & prophecy: ethisch, verantwoord en duurzaam ondernemen*, Haarlem: Altamira 2010.

I.T. Berend, *The contemporary crisis of the European Union: prospects for the future*, Oxon: Routledge 2017.

A. Berle & G. Means, *The modern corporation and private property*, New York: Transactions Publishers 1932 (10e editie 1991).

S. Bhagat, *Financial crisis, corporate governance, and bank capital*, Cambridge: Cambridge University Press 2017.

B. Bierens, 'Over het besluit tot nationalisering van SNS Real en de rechterlijke toetsing daarvan; terugkijken en vooruitblikken', *Tijdschrift voor Financieel Recht* 2013-4.

B. Bierman & L.J. Silverentand, 'De juridische en praktische gevolgen van het SSM: van het Frederiksplein naar de Kaiserstrasse', *Tijdschrift voor Financieel Recht* 2014-11.

D. De Bièvre & A. Poletti, 'The EU in trade policy – from regime shaper to status quo power', in: G. Falkner & P. Muller (eds.), *EU policies in a global perspective: shaping or taking international regimes?*, Oxon: Routledge 2014.

R. Bismuth, 'The federalisation of financial supervision in the US and the EU: a historical-comparative perspective', in: M. Andenas & G. Diepenbrock (eds.), *Regu-*

- lating and supervising European financial markets: more risks than achievements, London: Springer 2016.
- J. Black, 'Regulatory styles and supervisory strategies', in: E. Ferran, N. Moloney & J. Payne (eds.), *The Oxford Handbook of Financial Regulation*, Oxford: Oxford University Press 2015.
- M. Blair, *Ownership and control: rethinking corporate governance for the twenty-first century*, Washington: Brookings Institution 1995.
- J. Blom, 'De politieke economie van het financiële systeem: het spel van markt, macht en crises', in: J. Blok (red.), *De kredietcrisis, een politiek economisch perspectief*, Amsterdam: Amsterdam University Press 2010.
- H.J. Blommestein, 'How to restore trust in financial markets', in: P.H. Dembinski et al. (eds.), *Enron and world finance – a case study in ethics*, New York: Palgrave Macmillan 2006.
- J. Blom, 'Banking', in: D. Mugge (ed.), *Europe and the governance of global finance*, Oxford: Oxford University Press 2014.
- J.R. Boatright, 'Ethics in finance', in: J.R. Boatright (ed.), *Ethics – Critical issues in theory and practice*, New Jersey: John Wiley & Sons Inc. 2010.
- J.R. Boatright, 'The implications of the new governance for corporate governance', in: A. Brink (ed.), *Corporate governance and business ethics*, London: Springer 2011.
- J.R. Boatright, 'Why risk management failed', in: A.G. Mallaris et al. (eds.), *The global financial crisis and its aftermath: hidden factors in the meltdown*, Oxford: Oxford University Press 2016.
- G. Boccuzzi, *The European Banking Union – supervision and resolution*, London: Palgrave Macmillan 2016.
- L. de Boer & R. Martius, 'Zelfregulering: een goed en betrouwbaar alternatief voor publieke regulering', *Tijdschrift voor Financieel Recht* 2014-6.
- M.J. Böklerink & I. Veldhuis, 'Toezicht op gedrag en cultuur', in: *Jaarboek Compliance 2011*, Capelle aan den IJssel: Nederlands Compliance Instituut 2010.
- L.L.E. Bolt, M.F. Verweij & J.J.M. van Delden, *Ethiek in praktijk*, Assen: Van Gorcum 2003.
- W. de Bondt, 'Crisis of authority', in: A.G. Mallaris et al. (eds.), *The global financial crisis and its aftermath: hidden factors in the meltdown*, Oxford: Oxford University Press 2016.
- H.P.A. Boogaard, *Toezicht op banken: kredietcrisis, eurocrisis, Europese bankenunie en bankencrisismanagement*, Zutphen: Uitgeverij Paris 2016.
- M.D. Bordo, 'The Bretton Woods International Monetary System: a historical overview', in: M.D. Bordo & B. Eichengreen (eds.), *A retrospective on the Bretton Woods system – lessons for international monetary reform*, Chicago: The University of Chicago Press 1993.
- A. de Bos, 'Corporate governance volop in beweging', in: A. de Bos & W.J. Slagter (red.), *Financieel Recht*, Deventer: Kluwer 2008.
- C.H.S. Bouwman, 'Liquidity: how banks create it and how it should be regulated', in: A.N. Berger et al. (eds.), *The Oxford Handbook of Banking*, Oxford: Oxford University Press 2015.
- C. Bradley, 'Changing perceptions of systemic risk in financial regulation', in: P. Iglesias-Rodriguez et al. (eds.), *After the financial crisis: shifting legal, economic and political paradigms*, London: Palgrave Macmillan 2016.

- K.W.H. Broekhuizen, 'Doelstellingen, redenen en aard van financieel toezicht', *Ondernemingsrecht* 2015-111.
- K.W.H. Broekhuizen, 'Rechtsbeginselen van financieel recht', *RMThemis* 2016-6.
- K.W.H. Broekhuizen, *Klantbelang, belangenconflict en zorgplicht*, Den Haag: Boom Juridische uitgevers 2016.
- A. Brink, 'Corporate governance and ethics: an introduction', in: A. Brink (ed.), *Corporate governance and business ethics*, London: Springer 2011.
- M.T. Brown, *Corporate integrity: rethinking organizational ethics and leadership*, Cambridge: Cambridge University Press 2005.
- B. de Bruin, *Ethics and the Global Financial Crisis*, Cambridge: Cambridge University Press 2015.
- C. Brummer, *Soft law and the global financial system – rule making in the 21st century*, Cambridge: Cambridge University Press 2015.
- C. Brummer & M. Smallcomb, 'Institutional design the international architecture', in: N. Moloney, E. Ferran & J. Payne (eds.), *The Oxford Handbook of Financial Regulation*, Oxford: Oxford University Press 2015.
- C. Brummer, 'Introduction: key theoretical parameters of the soft law debate', in: F. Weiss & A. Kammel (eds.), *The changing landscape of global financial governance and the role of soft law*, Leiden: Brill Nijhoff 2015.
- A. Buchanan & D. Mathieu, 'Philosophy and Justice', in: R.L. Cohen (ed.), *Justice: views from the social sciences*, New York: Springer 1986.
- R.P. Buckley & D.W. Arner, *From crisis to crisis*, Alphen aan den Rijn: Kluwer Law International 2011.
- R.P. Buckley, 'The changing nature of banking and why it matters', in: R.P. Buckley et al. (eds.), *Reconceptualising global finance and its regulation*, Cambridge: Cambridge University Press 2016.
- Chr. P. Buijink, 'Bancaire zelfregulering in roerige tijden', *Tijdschrift voor Financieel Recht* 2014-6.
- T. Burns, 'The shadow banking system as a new source of financial turmoil', in: K. Alexander & R. Dhumale (eds.), *Research handbook on international financial regulation*, Cheltenham: Edward Elgar 2012.
- K.C. Butler, *Multinational finance – evaluating the opportunities, costs and risks of multinational operations*, Hoboken: John Wiley & Sons 2016.
- K. Byttebier, *Het vijandig overnamebod*, Antwerpen: Maklu Uitgevers 1993.
- K. Byttebier, *De onvrije markt*, Antwerpen: Maklu Uitgevers 2015.
- C.W. Calomiris & C.M. Kahn, 'The role of demandable debt in structuring optimal banking arrangement', in: *The American Economic Review*, Vol. 81, 1991-3.
- C.W. Calomiris, *U.S. Bank Deregulation in historical perspective*, Cambridge: Cambridge University Press 2010.
- A. Cambell & P. Moffat, 'Large scale bank insolvencies and the challenges ahead', in: M. Haentjens & B. Wessels (eds.), *Research handbook on crisis management in the banking sector*, Cheltenham: Edward Elgar 2015.
- K. Camfferman & S.A. Zeff, *Aiming for global accounting standards – the international accounting standards board 2001-2011*, Oxford: Oxford University Press 2015.
- F. Capie, 'The evolution of central banking', in: G. Caprio Jr. & D. Vittas (eds.), *Re-forming financial systems – historical implications for policy*, Cambridge: Cambridge University Press 1997.

- E. Carletti & A. Leonollo, 'Regulatory reforms in the European banking sector', in: T. Beck & B. Casu (eds.), *The Palgrave Handbook of European banking*, London: Palgrave Macmillan 2016.
- A.S. Carron, A. Gron & T. Schopflocher, 'Impact of the credit crisis on mortgage backed securities', in: F.J. Fabozzi (ed.), *The handbook of mortgage-backed-securities*, Oxford: Oxford University Press 2016.
- R.W. Carney, *Contested capitalism: the political origins of financial institutions*, Oxon: Routledge 2009.
- J. Casson, *A review of the ethical aspects of corporate governance regulation in the EU*, London: Institute of business ethics 2013.
- S. Caulkin, 'Corporate apocalypse', *Management today* 2009.
- M. Chalmers, *Sharing security – the political economy of burdensharing*, London: Palgrave Macmillan 2000.
- M. Chang & E. Jones, 'Belgium and the Netherlands: impatient capital', in: I. Hardie & D. Howarth (eds.), *Market-based banking & international financial crisis*, Oxford: Oxford University Press 2013.
- M. Charpe, C. Chiarella, P. Flaschel & W. Semmler, *Financial assets, debt and liquidity crisis: a Keynesian approach*, Cambridge: Cambridge University Press 2011.
- D. Charpin, *Hammurabi of Babylon*, London: I.B. Taurus & Co. Lt. 2012.
- B.R. Cheffins, 'Did corporate governance "fail" during the 2008 stock market meltdown? The case of the S&P 500', ECGI Working Paper in Law, te raadplegen via: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1396126.
- B.R. Cheffins, 'The history of corporate governance', in: M. Wright et al. (eds.), *The Oxford handbook of corporate governance*, Oxford: Oxford University Press 2013.
- O.O. Cherednychenko, 'De bijzondere zorgplicht van de bank in het spanningsveld tussen publiek- en privaatrecht', *NTBR* 2010-2.
- O.O. Cherednychenko, 'De bijzondere zorgplicht van de bank', in: C.E.C. Jansen et al. (red.), *Zorgplichten in publiek- en privaatrecht*, Den Haag: Boom Juridische uitgevers 2011.
- O.O. Cherednychenko, 'Het private in het publiekrecht: over de opmars van het financiële toezichtprivaatrecht en haar betekenis voor het verbintenissenrecht', *RMThemis* 2012-5.
- O.O. Cherednychenko, 'Een nieuwe generieke zorgplicht in het financiële toezichtprivaatrecht: op naar meer toenadering tussen het bestuursrecht en het contractenrecht?', *WPNR* 2013/6998.
- O.O. Cherednychenko & J-M Meindertsma, 'Verantwoorde kredietverstrekking in een multi-level governance-systeem', *Tijdschrift voor Consumentenrecht en handelspraktijken* 2014-4.
- O.O. Cherednychenko, 'De publiek- en privaatrechtelijke handhaving van het Europees privaatrecht: de nieuwe realiteit voor contracteren', *Contracteren* 2014-4.
- O.O. Cherednychenko, 'Public and private financial regulation in the EU: opposites or complements?', in: N. Dorn (ed.), *Controlling capital: public and private regulation of financial markets*, New York: Routledge 2016.
- H. Chey, *International harmonization of financial regulation*, Oxon: Routledge 2014.
- I. H-Y Chiu, *Regulating (from) the inside: the legal framework for internal control in banks and financial institutions*, Oxford: Hart Publishing 2015.
- D. Chorafas, *Financial boom and gloom: the credit and banking crisis of 2007-2009 and beyond*, New York: Palgrave Macmillan 2009.

- T. Ciro, *The global financial crisis: triggers, responses and aftermath*, Oxon: Routledge 2016.
- U. Claassen, *Handboek Risicomanagement*, Deventer: Kluwer 2009.
- S. Claessens & L. Ratnovski, *What is shadow banking?* – IMF working paper, February 2014.
- T. Clarke, 'Corporate governance and the global financial crisis: the regulatory response', in: T. Clarke et al. (eds.), *The SAGE handbook of corporate governance*, London: Sage Publications Ltd. 2012.
- T. Clarke, 'Corporate governance causes of the financial crisis', in: W. Sun et al. (eds.), *Corporate Governance in the financial crisis: international perspectives*, Cambridge: Cambridge University Press 2011.
- T. Clarke, 'The stakeholder corporation: A business philosophy for the information age', *Long Range Planning* 1998-2.
- K. Cools, *Controle is goed, vertrouwen nog beter*, Assen: Van Gorcum 2006.
- K. Cools & J. Winter, 'External and internal supervision: how to make it work', in: J. Kellerman et al. (eds.), *Financial supervision in the 21st century*, Berlin: Springer 2014.
- A. Cornford, 'Enron and the international agreed principles for corporate governance and the financial sector', in: P.H. Dembinski et al. (eds.), *Enron and world finance – a case study in ethics*, New York: Palgrave Macmillan 2006.
- I. Crowther & I. Esturk, 'Post-crisis bank regulation and financialized bank business models', in: I. Esturk & D. Gabor (eds.), *The Routledge companion to banking regulation and reform*, Oxon: Routledge 2017.
- F.D. Crul, 'Bankentucht recht – op weg naar vertrouwen?', *Tijdschrift voor Financieel Recht* 2015-7/8.
- M. van Daelen, 'Risk management from a business law perspective', in: M. van Daelen & C. Van Elst (eds.), *Risk Management and corporate governance – interconnections in law, accounting and tax*, Cheltenham: Edward Elgar 2010.
- E.P. Davis, *Debt, financial fragility and systemic risk*, London: Oxford University Press 1992.
- A. Davies, *Best practices in corporate governance: building reputation and sustainable success*, London: Routledge 2006.
- A. Davies, *The globalization of corporate governance: the challenge of clashing cultures*, Surrey: Gower Publishing Limited 2011.
- V.P.G. De Serièrè, 'Luiheid, opportunisme of wijsheid? Principle based regelgeving in het financiële recht', *Ondernemingsrecht* 2008-3.
- W. Deckers, *Ethisch leiderschap*, Antwerpen: Garant Uitgevers N.V. 2012.
- M.J. Dedman, *The origins & development of the European Union 1945-2008: a history of European integration*, Oxon: Routledge 2010.
- R.T. DeGeorge, *Competing with integrity in international business*, Oxford: Oxford University Press 1993.
- G.F. DeMartino, 'Economics and justice', in: R.C. Free (ed.), *21st Century Economics: A reference handbook, volume 2*, London: Sage Publications Ltd. 2010.
- J.J.M. van Delden, 'Uit de aard van de handeling. Deontologie als klassieke ethische plichtstheorie', in: L.L.E. Bolt, M.F. Verweij & J.J. van Delden (red.), *Ethiek in de praktijk*, Assen: Van Gorcum 2007.
- H.M. Dietl, *Capital markets and corporate governance in Japan, Germany and the United States: organizational response to market inefficiencies*, London: Routledge 2002.

- Chr. H. van Dijk & F. van der Woude, 'Privaatrechtelijke aansprakelijkheid van financiële dienstverleners voor het schenden van informatie- onderzoeks- en waarschuwingplichten en de Wet op het financieel toezicht', *Aansprakelijkheid, Verzekering en Schade* 2009-2.
- J. Dine & M. Koutsias, *The nature of corporate governance – the significance of national cultural diversity*, Cheltenham: Edward Elgar 2013.
- H. Dincer, U. Hacıoglu & I.E. Celik, 'The game theory and reflections on competitive strategies in the banking sector', in: U. Hacıoglu et al. (eds.), *Managerial issues in finance and banking: a strategic approach to competitiveness*, Heidelberg: Springer 2014.
- A. Dignam & M. Galanis, *The globalization of corporate governance – chapter 4, Theorizing the possibility of change in insider corporate governance systems: divergence or convergence*, London: Routledge 2016.
- N. Dobos, C. Barry & T. Pogge, *Global financial crisis: the ethical issues*, New York: Palgrave Macmillan 2011.
- J. Dobson, *Finance ethics – the rationality of virtue*, Oxford: Rowman & Littlefield Publishers Inc. 1997.
- A. Dombret & P.S. Kenadjian (eds.), *Too big to fail III, structural reform proposals – should we break up the banks?*, Berlin: Walter de Gruyter GmbH 2015.
- A.F.M. Dorresteyn, '“Cancun”, bestuursautonomie en vennootschapsbelang', in: A.F. Verdam (red.), *Autonomie van het bestuur en haar grenzen voor en na de Cancun-uitspraak*, Deventer: Kluwer 2015.
- S. Douma & H. Schreuder, *Economic Approaches to organizations*, Edinburgh Gate: Pearson Education Limited 2012.
- D.W. Drezner, *All politics is global: Explaining international regulatory regimes*, Princeton: Princeton University Press 2008.
- J. Driver, *Consequentialism*, Oxon: Routledge 2012.
- D. Duffie, *How big banks fail and what to do about it*, Princeton: Princeton University Press 2011.
- T. Duijkersloot, 'The principle of legality and the “soft law” regulation and supervision of financial markets', in: L.F.M. Besselink et al. (eds.), *The eclipse of the legality principle in the European Union*, Alphen aan den Rijn: Kluwer law International 2011.
- F. van Dun, *Het fundamenteel rechtsbeginsel: een essay over de grondslagen van het recht*, Antwerpen: Rothbard Instituut 2008.
- R. Dworkin, *Law's Empire*, Cambridge: Harvard University Press 1986.
- R. Dworkin, *Justice for hedgehogs*, Cambridge: Harvard University Press 2011.
- A.G. van Dijk & W.H.J.M. Nuijts, 'Gedrag & cultuur toezicht en de samenhang met de 'governance' van een financiële instelling', *Ondernemingsrecht* 2015-114.
- C.A. Dijkhuizen & V.Y.E. Caria, 'De invulling van financieel rechtelijke normen in een meerlagige rechtsorde', in: C.G. Breedveld-De Voogd et al. (red.), *Rechtsvinding in een meerlagige rechtsorde*, BW Krant Jaarboek, Deventer: Kluwer 2013.
- W. Ver Eecke, *Ethical reflections on the financial crisis 2007/2008 – making use of Smith, Musgrave and Rajan*, London: Springer 2013.
- B. Eichengreen, 'Macroeconomic and financial policies before and after the crisis', in: M. Obstfeld et al. (eds.), *Global economic crisis: impacts, transmission and recovery*, Cheltenham: Edward Elgar 2012.
- D. Elliott, S. Salloy & A.O. Santos, *Assessing the cost of financial regulation*, IMF working paper 2012.

- A. Elsen, *The global financial crisis in retrospect: evolution, resolution & lessons for prevention*, New York: Palgrave Macmillan 2017.
- J. Emanuels, O. van Leeuwen & P. Wallage, 'Internal control volgens Sarbanes-Oxley', *Maandblad voor Accountancy en Bedrijfseconomie* 2005-7/8.
- J. van der Ende et al., *The future of insurance regulation and supervision in the EU – the final report of a CEPS task force*, Brussel: 2006.
- R. Engle, E. Jondeau & M. Rockinger, 'Systemic risk in Europe', te raadplegen via: <http://ssrn.com/abstract=2192536>.
- P. Eijlander, *De wet stellen. Beschouwingen over onderwerpen van wetgeving*, Zwolle: W.E.J. Tjeenk Willink 1993.
- T. Evans, 'The crisis of finance-led capitalism in the United States', in: E. Hein et al. (eds.), *Financialisation and the financial economic crises: country studies*, Cheltenham: Edward Elgar 2016.
- R. Fahlenbrach & R.M. Stulz, 'Bank CEO incentives and the credit crisis', *Journal of financial economics* 11, 2011-16.
- P. Fentrop, *De geschiedenis van corporate governance*, Assen: Van Gorcum 2013.
- A.C. Fernando, *Business ethics and corporate governance*, Delhi: Pearson 2010.
- G. Ferrarini & F. Recine, 'The Single Rulebook and the SSM – should the ECB have more say in prudential rule-making?', in: D. Busch & G. Ferrarini (eds.), *European Banking Union*, Oxford: Oxford University Press 2015.
- K. de Feyter, 'Zacht recht en zelf regelen', in: E. Brems & P. Vanden Heede (red.), *Bedrijven en mensenrecht: verantwoordelijkheid en aansprakelijkheid*, Antwerpen: Maklu 2003.
- A.J. Field, 'Economic growth and recovery in the United states: 1919-1941', in: N. Crafts & P. Fearon (eds.), *The great depression of the 1930's – lessons for today*, Oxford: Oxford University Press 2013.
- P.V. Fishback & J.J. Wallis, 'What was New about the New Deal', in: N. Crafts & P. Fearon (eds.), *The great depression of the 1930's – lessons for today*, Oxford: Oxford University Press 2013.
- S. Fleischacker, *A short history of distributive justice*, Cambridge: Harvard University Press 2005.
- J. Flower, *European financial reporting: adapting to a changing world*, New York: Palgrave Macmillan 2004.
- E.P. Flynn, *Ethical lessons of the financial crisis*, Oxon: Routledge 2012.
- C.L. Foote, K.S. Gerardi & P.S. Willen, 'Why did so many people make so many ex post bad decisions? The causes of the foreclosure crisis', in: A. Binder et al. (eds.), *Rethinking the financial crisis*, New York: Russell Sage Foundation 2012.
- A.Ch.H. Franken, 'Generieke zorgplicht in de Wft wenselijk?', in: M.L. Hendrikse & J.G.J. Rinkes (red.), *Naar een (doorlopende) generieke zorgplicht voor verzekeraars en verzekeringstussenpersonen?*, Zutphen: Uitgeverij Paris 2012.
- R.E. Freeman, 'Response: divergent stakeholder theory', *The academy of management review* 1999-24.
- W. French & A. Weis, 'An ethics of care or an ethics of justice', *Journal of business ethics* 2000-1/2.
- J. Friedman & W. Kraus, *Engineering the financial crisis: systemic risk and the failure of regulation*, Philadelphia: University of Pennsylvania Press 2011.
- J. Friedman, *What caused the financial crisis*, Philadelphia: University of Pennsylvania Press 2011.

- J.C.A.T. Frima, 'De civiele zorgplicht van de bank jegens derden', in: R. Stijnen & R. Kruisdijk (red.), *Zorgplicht en financieel toezicht*, Deventer: Kluwer 2011.
- L.L. Fuller, 'Positivism and fidelity of law – a reply to Professor Hart, the morality of law', *Harvard Law Review* 1958-630.
- L.L. Fuller, *The morality of law (revised edition)*, New Haven: Yale University Press 1964.
- J.G.C.M. Galle, *Consensus on the comply or explain principle within the EU framework: legal and empirical research*, Deventer: Kluwer 2012.
- J.G.C.M. Galle & M.E.P.A.R. Jans, 'Transparantie van banken over gedrag en cultuur', *Tijdschrift voor Financieel Recht* 2016-7/8.
- P. Gandhi, 'The origins and intent of the Volcker Rule', in: P.H. Schultz (ed.), *Perspectives on Dodd-Frank and finance*, Massachusetts: The MIT Press 2014.
- D. Gasper, 'Form "Hume's Law" to problem-and policy-analysis for human development. Sen after Dewey, Myrdal, Streeten, Stretton and Haq', in: M.D. White & I. van Staveren (eds.), *Ethics and economics: new perspectives*, Oxon: Routledge 2012.
- S.A. Gawronski & A.J.P. Tillema, 'De bankierseed: panacee of symboolpolitiek', *Tijdschrift voor Financieel Recht* 2013-3.
- M. Geboye Desta, 'Soft law in international law: an overview', in: Bjorklund et al. (eds.), *International investment law and soft law*, Cheltenham: Edward Elgar Publishing 2012.
- L.A. Geelhoed, 'Deregulering, herregulering en zelfregulering', in: Eijlander et al. (red.), *Overheid en zelfregulering*, Zwolle: W.E.J. Tjeenk Willink 1993.
- A.A. van Gelder, 'De geschiktheidseis voor bestuurders en commissarissen: recente ontwikkelingen in Nederland en Europa', *Jaarboek Compliance instituut*, Capelle aan den IJssel: Nederlands Compliance Instituut 2012.
- A.A. van Gelder, 'Wat brengt Europa ons voor de geschiktheidstoets van bestuurders en commissarissen?', in: *Jaarboek Corporate Governance*, Deventer: Kluwer 2014.
- E. Gerding, *Bubbles, law and financial regulation*, New York: Routledge 2013.
- C. Gerrits, 'Herziening Wet op het financieel toezicht', *Tijdschrift voor Financieel Recht* 2017-7/8.
- J. Van Gerwen et al. (red.), *Business en ethiek: spelregels voor ethisch ondernemen*, Leuven: Uitgeverij Lannoo 2007.
- A. Ghosh, *Managing risks in commercial and retail banking*, Singapore: John Wiley & Sons Ltd. 2012.
- I. Giesen, *Alternatieve regelgeving en privaatrecht*, Deventer: Kluwer 2007.
- C. Gilligan, *In a different voice – psychological theory and women's development*, Cambridge: Harvard University Press 1982.
- R.J. Girasa, *Shadow banking – the rise, risk, and rewards of non-banking financial services*, New York: Palgrave Macmillan 2016.
- J. Goddard, P. Molyneux & J.O.S. Wilson, 'Banking in the European Union: Deregulation, crisis and renewal', in: A.N. Berger et al. (eds.), *The Oxford Handbook of Banking*, London: Oxford University Press 2015.
- R. Goldbach, *Global governance and regulatory failure: the political economy of banking*, New York: Palgrave Macmillan 2015.
- C. Goodhart, *The Basel Committee on Banking Supervision; a history of the early years*, Cambridge: Cambridge University Press 2011.
- C.A.E. Goodhart, 'Financial supervision from an historical perspective: was the development of such supervision designed, or largely accidental', in: D. Mayes & G.E. Wood (eds.), *The structure of financial regulation*, Oxon: Routledge 2007.

- A. Gottesman & M. Leibrock, *Understanding systemic risk in global financial markets*, Hoboken: John Wiley & Sons 2017.
- L. Graham, *Internal control audit and compliance: documentation and testing under the new COSO Framework*, New Jersey: John Wiley & Sons 2015.
- S.I. Greenbaum, A.V. Thakor & A.W.A. Boot, *Contemporary financial intermediation*, London: Academic Press 2016.
- J. Gregory, *Central counterparties, mandatory clearing and bilateral margin requirements for OTC derivatives*, Hoboken: John Wiley & Sons 2014.
- H. van Greuning & S.B. Bratanovic, *Analyzing banking risk – a framework for assessing corporate governance and risk management*, Washington: World Bank 2009.
- J. Griffiths, 'Nabeschouwing: waarom is "zelfregulerend" interessant?', in: H. Weyers & J. Stamhuis (red.), *Zelfregulerend*, Den Haag: Reed Business Information 2004.
- C. de Groot, *Governance en toezicht voor financiële marktpartijen. Gevolgen van de financiële crisis*, Zutphen: Uitgeverij Paris 2010.
- C.M. Grundmann-van de Krol, *Het effectenrecht, tussen publiek- en privaatrecht*, Oratie UvT, Den Haag: Boom Juridische uitgevers 2002.
- C.M. Grundmann-van de Krol & J.B.S. Hijink, 'Who is afraid of a Single Rulebook?', in: F.G.B. Graaf et al. (red.), *Lustrumbundel 2012 Vereniging voor Effectenrecht; gedurfde essays over financieel toezichtrecht*, Deventer: Kluwer 2012.
- C. Gunderson, *The great depression*, Edina: Abdo Publishing 2004.
- A.T. Guzman & T.L. Meyer, *International Soft Law*, 2J, *Legal Analysis* 2010-171.
- J. Habermas, *Moral consciousness and communicative action*, Cambridge: MIT Press 1983.
- J. Habermas, *Autonomy and solidarity: interviews with Jurgen Habermas*, London: Verso 1986.
- M. Haentjens, 'Nieuw afwikkelingsregime als katalysator van Europese integratie', *Tijdschrift voor Financieel Recht* 2017-7/8.
- B. Hannigan, *Company Law – fourth edition*, Oxford: Oxford University Press 2016.
- R.M. Hardaway, *The great American Housing Bubble: the road to collapse*, Oxford: Praeger 2011.
- P. Harle et al., *Basel III and European banking: its impact, how banks might respond and the challenges of implementation – McKinsy Working Papers on Risk*, no. 6, McKinsey and Company 2010.
- T. Harris, R. Herz & D. Nissim, 'Accounting's role in the reporting, creation and avoidance of systemic risk in financial institutions', in: J-P Fouque & J.A. Langsam (eds.), *Handbook on systemic risk*, Cambridge: Cambridge University Press 2013.
- H.L.A. Hart, 'Positivism and the separation of law and morals', *Harvard Law Review* 1958-593.
- H.L.A. Hart, *The concept of law* (second edition), Oxford: Clarendon Press 1994 (voor het eerst gepubliceerd in 1961).
- J.P. Hawley et al., 'Introduction', in: J.P. Hawley et al. (eds.), *Corporate governance failures: the role of institutional investors in the global financial crisis*, Philadelphia: University of Pennsylvania Press 2011.
- J.P. Hawley, 'Corporate governance, risk analysis, and the financial crisis: did universal owners contribute to the crisis?', in: J.P. Hawley, S. J. Kamath & A.T. Williams (eds.), *The role of institutional investors in the global financial crisis*, Philadelphia: Penn 2011.
- P. Haynes, *Public Policy beyond the financial crisis, an international comparative study*, London: Routledge 2012.

- V. Held, *The ethics of care: personal, political and global*, Oxford: Oxford University Press 2006.
- D.P.C.M. Hellegers, *De juridische aspecten van het klachteninstituut financiële dienstverlening (Kifid) anno 2015*, Zutphen: Uitgeverij Paris 2015.
- E. Helleiner, 'Regulating the regulators: the emergence and limits of the transnational financial legal order', in: T.C. Halliday & G. Schaffer (eds.), *Transnational legal orders*, Cambridge: Cambridge University Press 2015.
- M. Hemraj, *Credit rating agencies: Selfregulation, statutory regulation and case law regulation in the United states and European Union*, London: Springer 2015.
- H. Hendriks, 'De eerste interventie van Nederland', *Vennootschap en Onderneming* 2013-3.
- J. Hendry, *Ethics and finance – an introduction*, Cambridge: Cambridge University Press 2014.
- J. Hermans, *Uitgerekend Europa: geschiedenis van de Europese integratie*, Amsterdam: Uitgeverij Het Spinhuis 2004.
- N. Heyzer, *The global economic and financial crisis: regional impacts, responses and solutions*, New York: United Nations 2009.
- R.F. Himmelberg (ed.), *Regulation issues since 1964 – the rise of the deregulation movement*, London: Garland Publishing Inc. 1994.
- S. Hirota, *Corporate finance and governance in stakeholder society: beyond, shareholder capitalism*, Oxon: Routledge 2015.
- M. Hirsch, 'Sources of international investment law', in: A.K. Bjorklund & A. Reinisch, (eds.), *International investment law and soft law*, Cheltenham: Edward Elgar 2012.
- A.D.S. Hoebblal & J.J.A. Wiercx, 'Bail-in: over de (wettelijke) beperking van rechten van crediteuren', *Maandblad voor Vermogensrecht* 2013-10.
- T. Hoekstra & J. van der Wal, 'Solidariteit in de christelijke traditie', in: L. Delsen et al. (red.), *Solidariteit in de polder, Armoede en sociale uitsluiting in Nederland gezien vanuit economie en theologie*, Assen: Van Gorcum 2006.
- C. Hommes, *Behavioral rationality and heterogeneous expectations in complex economic systems*, Cambridge: Cambridge University Press 2013.
- P. Hopkin, *Risk Management*, London: Kogan Page Publishers 2013.
- M. Hopkins, *Corporate social responsibility and international development, is business the solution?*, London: Earthscan 2007.
- K.J. Hopt, *Better governance of financial institutions*, *Law Working Paper* no 207/2013, ECGI 2013.
- L. Horn & A. Vliegthart, 'Corporate governance in Nederland – hoe bedrijven handelswaar werden', in: J. Blom (red.), *De kredietcrisis: een politiek economisch perspectief*, Amsterdam: Amsterdam University Press 2010.
- R.A.M. Houben, 'Toezicht op cultuur en gedrag, op de grens van toezicht', *Tijdschrift voor Financieel Recht* 2014-9.
- C.M. van Houwelingen & R.M.L. Degens, 'Corporate governance in Nederland, van Peters tot Tabaksblat', *Compact* 2005/2.
- D. Howarth & L. Quaglia, *Banking on stability: the political economy of the new capital requirements in the European Union*, Oxon: Routledge 2015.
- J.C. Hull, *Risk Management and financial institutions*, New Jersey: John Wiley & Sons 2015.
- G.J.A. Hummels & R.Ph. Wirtz, 'Compliance versus integriteit. Waar regels ophouden en verantwoordelijkheid begint', *Justitiële Verkenningen* 1999-2.

- G.J.A. Hummels & E.D. Karssing, 'Ethiek organiseren', in: R. Jeurissen (red.), *Bedrijfs-ethiek: een goede zaak*, Assen: Van Gorcum 2000.
- G. Iannotta, *Investment banking: a guide to underwriting and advisory services*, London: Springer 2010.
- J. Iqbal, S. Strobl & S. Vahamaa, 'Corporate governance and the systemic risk of financial institutions', *Journal of economics and business* 2015-82.
- K. Jackson, 'Global corporate governance: soft law and reputational accountability', *Brooklyn Journal of International Law* 2010-35.
- C.E.C. Jansen et al., 'Zorgplichten in publiek- en privaatrecht', in: C.E.C. Jansen et al. (red.), *Zorgplichten in publiek- en privaatrecht*, Den Haag: Boom Juridische uitgevers 2011.
- R.A. Jarrow, *The role of ABS, CDS and CDOs in the credit crisis and the economy*, Working paper, 2011, te raadplegen via: <https://www.russellsage.org/sites/all/files/Rethinking-Finance/Jarrow%20ABS%20CDS%20CDO%202.pdf>.
- M.C. Jensen & W.H. Meckling, 'Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure', *Journal of Financial Economics* 1976-3.
- R.J.M. Jeurissen, *Bedrijfsethiek een goede zaak*, Assen: Van Gorcum 2006.
- M. de Jong & B. Odijk, 'Integriteitszorg: waardengedreven derde generatie compliance', in: P. van den Broeke (red.), *Compliance & management. Inzichten voor een integere bedrijfsvoering vanuit business spiritualiteit, maatschappelijk verantwoord ondernemen, ethiek en management*, Deventer: Kluwer 2009.
- B.P.M. Joosen, 'De invoering van de Wet op het financieel toezicht en het tweede Bazels kapitaalakkoord', *Onderneming en Financiering* 2007-75.
- B.P.M. Joosen, 'Nieuwe kapitaaleisen voor banken als gevolg van Basel III/CRD IV', *Tijdschrift voor Financieel Recht* 2012-6.
- B.P.M. Joosen, *Bankwetgeving na de financiële crisis, is het genoeg? – oratie*, Amsterdam: Vossiuspers 2015.
- B.P.M. Joosen, 'Regulatory capital requirements and bail-in mechanisms', in: M. Haentjens & B. Wessels (eds.), *Research handbook on crisis management in the banking sector*, Cheltenham: Edward Elgar 2015.
- B.P.M. Joosen, 'De toekomst van de Wet op het financieel toezicht', *Jaarboek Compliance*, Capelle aan den IJssel: Nederlands Compliance Instituut 2015.
- B.P.M. Joosen, 'Compliance met het Europese Single Rule Book', *Tijdschrift voor Compliance* 2015.
- B.P.M. Joosen, *National options and discretions in a Banking Union – a contradiction?*, Workshop: Challenges for banks in a changing regulatory environment, Frankfurt 27-28 January 2016, te raadplegen via: <http://www.ebi-europa.eu/wp-content/uploads/2016/12/20160127-Presentation-Prof-Bart-Joosen.pdf>.
- B.P.M. Joosen, *Inbreng consultatie herziening van de Wft*, Amsterdam: ZIFO maart 2017.
- B.P.M. Joosen, 'Voltooiing van de bankenunie: banken pakket voorstellen voor CRR2 en CRDV', *Tijdschrift voor Financieel Recht* 2017-7/8.
- T. Judt, 'Introduction', in: M.A. Schain (ed.), *The Marshall Plan: fifty years after*, New York: Palgrave Macmillan 2011.
- S. Kagan, 'Kantianism for Consequentialism', in: I. Kant, *Grundlegung zur Metaphysik der Sitten* 1785, New Haven: Yale University Press 2002.
- D. Kahneman & A. Tversky, 'Prospect theory: an analysis of decision under risk', *Econometrica* 1979-47.

- I. Kant, *Grundlegung zur Metaphysik der Sitten* 1785, New Haven: Yale University Press 2002.
- I. Kant, *Critique of practical reason – revised edition*, Cambridge: Cambridge University Press 2015.
- M. Kaptein & J. Wempe, *The balanced company: a theory of corporate integrity*, Oxford: Oxford University Press 2002.
- E.D. Karssing, *Morele competentie in organisaties*, Assen: Van Gorcum 2000.
- E.D. Karssing, *Integriteit in de beroepspraktijk*, Assen: Van Gorcum 2006.
- E.D. Karssing, *De oplossing is het probleem niet*, Capelle aan den IJssel: Nederlands Compliance Instituut 2011.
- G.W. Kastelein, *De Bankenunie en het vertrouwen in een goede afwikkeling – preadvies voor de Vereniging voor Financieel Recht* 2014, Deventer: Kluwer 2014.
- A. Keay, 'An analytical study of board accountability in transnational codes of corporate governance', in: J.J. du Plessis & C.K. Low (eds.), *Corporate governance codes for the 21st century: international perspectives and critical analyses*, Cham: Springer 2017.
- H. Keller, 'Codes of conduct and their implementation: the question of legitimacy', in: R. Wolfrum et al. (eds.), *Legitimacy in international law*, Berlin: Springer 2017.
- H. Kelsen, *Pure theory of law*, Berkeley: University of California Press 1976.
- B.J. Keys et al., 'Mortgage financing in the housing boom and bust', in: E.L. Glaeser et al. (eds.), *Housing and the financial crisis*, Chicago: University of Chicago Press 2013.
- C.P. Kindleberger & R.Z. Aliber, *Manias, panics and crashes – a history of financial crises*, New York: Palgrave Macmillan 2005.
- G. Kirkpatrick, 'The corporate governance lessons from the financial crisis', in: United Nations Trade and Development Board, *Corporate governance in the wake of the financial crisis – selected international views*, New York and Geneva: 2010.
- J.J. Kirton, *G20 governance for a globalized world*, Oxon: Routledge 2013.
- M. Klausner, 'Fact or fiction in corporate law and governance', *Stanford Law Review* 2013-65.
- P. Kochenburger & P. Salve, 'An introduction to insurance regulation', in: J. Burling & K. Lazarus (eds.), *Research handbook on international insurance law and regulation*, Cheltenham: Edward Elgar 2011.
- L. Kohlberg, 'Stages of moral development as a basis of moral education', in: C. Beck et al. (eds.), *Moral education: interdisciplinary approaches*, Toronto: University of Toronto Press 1971.
- A. Kokkinis, 'A primer on corporate governance in banks and financial institutions: are banks special', in: I. H-Y Chiu (ed.), *The law on corporate governance in banks*, Cheltenham: Edward Elgar Publishing Limited 2015.
- R.W. Kolb (ed.), *Encyclopedia of business ethics and society – Vol. 1*, Thousand Oaks: Sage Publishing 2008.
- R.W. Kolb, *The financial crisis of our time*, Oxford: Oxford University Press 2011.
- P. Koslowski, *The ethics of banking – conclusions from the financial crisis*, London: Springer 2011.
- J.P. Krahnen & L. Moretti, 'Bail-in clauses', in: E. Faia, A. Hackethal, M. Haliassos & K. Lanenbacher (eds.), *Financial regulation – a transatlantic perspective*, Cambridge: Cambridge University Press 2015.
- W.W. Lang & J. Jagtiani, 'The mortgage financial crisis: the role of credit risk management and corporate governance', *Working Paper – University of Pennsylvania* 2010.

- D.C. Langevoort, 'Cultures of compliance', *Georgetown Law Faculty Publications and other works* 2017, te raadplegen via: <http://scholarship.law.georgetown.edu/fac-pub/1799/>.
- T.C. Lauk, *The triple crisis of western capitalism – democracy, banking and currency*, London: Palgrave Macmillan 2014.
- A. LeBor, *Tower of Basel: the shadowy history of the secret bank that runs the world*, New York: PublicAffairs 2014.
- V. Lemma, *The shadow banking system: creating transparency in the financial markets*, Hampshire: Palgrave Macmillan 2016.
- S. Lewenhak, *The role of the European Investment Bank*, Oxon: Routledge 1982.
- N. Liang, 'Financial stability: lessons learned from the recent crisis and implications for the federal reserve', in: D.D. Evanoff (ed.), *The role of central banks in financial stability: how has it changed?*, London: World Scientific Publishing Co. 2014.
- K. Liberadzki & M. Liberadzki, *Hybrid securities – structuring, pricing and risk assessment*, New York: Palgrave MacMillan 2016.
- P.M. Liedtke, 'Insurance activity as a regulatory object: trends and developments and their appreciation in the context of post-crisis global markets', in: P.M. Liedtke & J. Monkiewicz (eds.), *The future of insurance regulation and supervision: a global perspective*, New York: Palgrave Macmillan 2011.
- H.K. Lindahl, 'Zelfregulering: rechtsvorming, democratie en reflexieve identiteit', *RMThemis* 2006-2.
- T. Loonen, *De beleggingsonderneming als juridisch onneembaar fort – oratie*, Zutphen: Uitgeverij Paris 2015.
- A.J.C.C.M. Loonen & R. Schotsman, 'Leidraden binnen financiële dienstverlening', *Trema* 2016-6.
- M. Lückerath-Rovers, *Mores leren – Soft controls in corporate governance*, Nyenrode Breukelen: Business University 2011.
- J. Luckhurst, *G20 since the global crisis*, New York: Palgrave Macmillan 2016.
- J.A. Lybeck, 'Resolution of failing banks in the European banking union: finishing the job or going back to the drawing board?', in: J.E. Castanedas et al. (eds.), *European Banking Union: prospects and challenges*, Oxon: Routledge 2016.
- H. van Luijk & A. Schilder, *Patronen van verantwoordelijkheid: ethiek en corporate governance*, Schoonhoven: Academic Service 1997.
- I. MacNeil, 'Enforcement and sanctioning', in: E. Ferran, N. Moloney & J. Payne (eds.), *The Oxford Handbook of Financial Regulation*, Oxford: Oxford University Press 2016.
- C.A. Mallin, *Corporate Governance*, Oxford: Oxford University Press 2016.
- C.A. Mallin, 'Introduction and overview', in: C.A. Mallin (ed.), *Handbook on corporate governance in financial institutions*, Cheltenham: Edward Elgar Publishing 2016.
- M. De la Mano, 'Bank structural reform and Too-big-to-fail', in: A. Dombret & P.S. Kenadjian (eds.), *Too big to fail III, structural reform proposals – should we break up the banks?*, Berlin: Walter de Gruyter GmbH 2015.
- H. Mandanis Schooner & M.W. Taylor, *Global bank regulation – principles and policies*, London: Academic Press 2010.
- P. Mantysaari, *Comparative Corporate Governance: shareholders as a rule-maker*, New York: Springer 2005.
- P. Mantysaari, *Organising the firm: Theories of commercial law, corporate governance and corporate law*, London: Springer 2012.

- C.W. Maris & F.C.L.M. Jacobs (red.), *Rechtsvinding en de grondslagen van het recht*, Assen: Van Gorcum 2003.
- R. Mark, 'The quality of corporate governance within financial firms in stressed markets', in: J.P. Hawley et al. (eds.), *Corporate governance failures: the role of institutional investors in the global financial crisis*, Philadelphia: Penn 2011.
- J.W. Markham, *A financial history of the United States – volume II*, London: M.E. Sharpe 2002.
- M. Masselink & P. van den Noord, 'The global financial crisis and its effects on the Netherlands', *ECFIN Country Focus* 6 2009.
- R. Mayntz, 'International institutions of financial market regulation: an example of network governance?', in: B. Hollstein et al. (eds.), *Networked governance: new research perspectives*, Cham: Springer 2017.
- S. McCleskey, *When free markets fail: saving the market when it can't save itself*, Hoboken: John Wiley & Sons 2010.
- P. McCulley, 'Teton reflections', PIMCO, August September 2007, te raadplegen via: <https://www.pimco.com/en-us/insights/economic-and-market-commentary/global-central-bank-focus/teton-reflections>.
- F. McDonald & F. Burton, *International Business*, Hampshire: Cengage Learning 2002.
- B. de Meester, *Liberalization of trade in banking services: an international and European perspective*, Cambridge: Cambridge University Press 2014.
- H. Mehran, A. Morrison & J. Shapiro, 'Corporate governance and banks: what have we learned from the financial crisis?', *Federal Reserve Bank of New York Staff Reports*, June 2011.
- D. Mele, *Business ethics in action: seeking human excellence in organizations*, London: Palgrave Macmillan 2009.
- R. Mellenbergh, 'MIFID II: aanscherping van governance regelingen met betrekking tot beleggingsondernemingen', in: G.T.M.J. Raaijmakers et al. (red.), *De veranderende rol van toezichthouders in de financiële sector*, Deventer: Kluwer 2014.
- P. Memelink, 'De invloed van de Corporate Governance Code op het vermogensrecht', *Maandblad voor Vermogensrecht* 2010-3.
- T. Meyer, 'Soft law as delegation', *Fordham international law journal* 2008-32.
- H.W. Micklitz, 'Regulatory strategies on services contracts in EC law', in: F. Cafaggi & H.M. Watt (eds.), *The regulatory function of European private law*, Cheltenham: Edward Elgar 2009.
- R.E.W. Mikulski, 'Gedrag en cultuur in corporate governance-regelingen voor banken', *Tijdschrift voor Financieel Recht* 2016-3.
- G.P. Miller & F. Cafaggi, *The governance and regulation of international finance*, Cheltenham: Edward Elgar 2013.
- T. Miloud, 'Placing stakeholder theory within the debate on Corporate social responsibility', in: S. Boubaker & D. K. Nguyen (eds.), *Corporate governance and corporate social responsibility*, London: World Scientific Publishing Co. Pte. Ltd. 2015.
- V. Misilegas, 'Regional organisations and the suppression of transnational crime', in: N. Boister & R.J. Currie (eds.), *Routledge handbook of transnational criminal law*, Oxon: Routledge 2015.
- R.R. Moeller, *COSO enterprise risk management – establishing effective governance, risk and compliance processes*, New Jersey: John Wiley & Sons Ltd 2011.
- M. Moffit, *The world's money: international banking from Bretton Woods to the brink of insolvency*, New York: Simon & Schuster Inc. 1984.

- N. Moloney, 'The legacy effects of the financial crisis on regulatory design in the EU', in: E. Ferran et al. (eds.), *The regulatory aftermath of the global financial crisis*, Cambridge: Cambridge University Press 2012.
- N. Moloney, *EU Securities and financial markets regulation*, Oxford: Oxford University Press 2014.
- A.D. Morrison, 'Universal Banking', in: A.N. Berger et al. (eds.), *The Oxford Handbook of Banking*, Oxford: Oxford University Press 2015.
- U. Mörtz, 'Conclusions', in: U. Mörtz (ed.), *Soft law in governance and regulation – an interdisciplinary analysis*, Cheltenham: Edward Elgar 2004.
- R.C. Moyer, J.R. McGuigan, R. Rao & W.J. Kretlow, *Contemporary Financial Management*, Mason: South-Western Cengage Learning 2012.
- P.O. Mulbert, *Corporate governance of banks after the financial crisis – theory, evidence, reforms*, ECGI Working Paper 2010.
- A. Naciri, *Internal and external aspects of corporate governance*, London: Routledge 2010.
- S. Nayak, *The global financial crisis: genesis, policy response and road ahead*, London: Springer 2013.
- L. Neal, *A concise history of international finance, from Babylon to Bernanke*, Cambridge: Cambridge University Press 2015.
- M. Neisen & S. Roth, *Basel IV: the next generation of risk weighted assets*, Weinheim: Wiley-VCH 2017.
- M.D.H. Nelemans, *De jacht op het misdaadgeld en het bewijsrecht*, 2009, te raadplegen via: <http://arno.uvt.nl/show.cgi?fid=95803>.
- M.D.H. Nelemans, *Bestuurdersaansprakelijkheid in de financiële sector: toezicht, handhaving, sancties en zorgplichten*, Zutphen: Uitgeverij Paris 2013.
- M.D.H. Nelemans, 'A knowledge-based approach to corporate governance in banks: towards stability and control', in: A.H. Lamers & S.L.T. Schoenmaekers (red.), *Recht in een geïndividualiseerde netwerksamenleving*, Zutphen: Uitgeverij Paris 2014.
- M.D.H. Nelemans, 'Governing banks in Europe', Parijs, 22nd International Conference of Europeanists, organized by the Council for European Studies, 10 juli 2015, samenvatting online gepubliceerd: <https://ces.confex.com/ces/2015/webprogram/Paper9182.html>.
- M.D.H. Nelemans, 'Governing banks in Europe', in: A.H. Lamers & C.M. Zoethout (red.), *De netwerksamenleving vanuit juridisch perspectief*, Zutphen: Uitgeverij Paris 2017.
- J.H. Nieuwenhuis, 'Open normen in een open samenleving. In Nederland levende rechtsovertuigingen', *Trema* 2005.
- C. Nobles & R.H. Parker, *Comparative international accounting*, Essex: Pearson Education Limited 2008.
- C. Nobes, 'International differences in IFRS-adoptions and IFRS practices', in: S. Jones (ed.), *The Routledge companion to financial accounting theory*, Oxon: Routledge 2015.
- J.J. Norton & G.A. Walker, *Banks: fraud and crime –second edition*, Oxon: Routledge 2013.
- M.C.I. Nwogugu, *Risk in the global real estate market: international risk regulation, mechanism design, foreclosures, title systems and REIT's*, Hoboken: John Wiley & Sons 2011.
- L. Obay, *Financial innovation in the banking industry: the case of asset securitization*, Oxon: Routledge 2000.
- T. Oberlechner, 'How the media shapes perceptions and fuels psychology in financial crisis', in: S. Kallidaikurichi (ed.), *A tale of two crises: a multidisciplinary analysis*, Oxon: Routledge 2013.

- W.J. Oostwouder, 'Corporate governance in Nederland: lange termijn waardecreatie', *Onderneming en Financiering* 2016-3.
- N.A. van Opbergen, 'De wenselijkheid van een algemene zorgplicht in de Wft', *Onderneming en Financiering*, 2013-21.
- R. Ossewaarde, RM-advies, 'Eigen verantwoordelijkheid: bevrijding of beheersing?', *SWP* 2006.
- E. Oude Steenhof, E. Sterken & W. Wildenborg, *Moeten bankiers weer met de poten in de modder? – Wat banken en hun klanten kunnen leren van de crisis*, Delft: Eburon Business 2010.
- A.M. Paccès, *Rethinking corporate governance – the law and economics of control powers*, London: Routledge 2012.
- L. Paine, 'Managing for organizational integrity', *Harvard Business Review* 1994.
- L. Paine, *Cases in leadership, ethics and organizational integrity. A strategic perspective*, Boston: McGraw-Gill 1997.
- T.I. Palley, *From financial crisis to stagnation*, Cambridge: Cambridge University Press 2012.
- I.P. Palm-Steyerberg, 'De Europese Bankenunie: toezicht op de Nederlandse banken door de ECB, DNB en de AFM', *Jaarboek Compliance*, Capelle aan den IJssel: Nederlands Compliance Instituut 2015.
- M. Parnaudéau, 'A coopetition perspective for banking strategies', in: E. Paulet (ed.), *The subprime crisis and its impact on financial and managerial environments: an unequal repercussion at European level*, Newcastle upon Tyne: Cambridge Scholars Publishing 2012.
- C. Pelaez, *International financial architecture: G7, IMF, BIS, debtors and creditors*, New York: Palgrave Macmillan 2005.
- C.M. Pelaez & C.A. Pelaez, *Financial regulation after the global recession*, New York: Palgrave Macmillan 2009.
- P. Pelzer, *Risk, Risk management and regulation in the banking industry: the risk to come*, Oxon: Routledge 2013.
- R. Perez, 'Finance, governance and management: lessons to be learned from the current crisis', in: W. Sun et al. (eds.), *Corporate Governance in the financial crisis: international perspectives*, Cambridge: Cambridge University Press 2011.
- I. Pezzuto, *Predictable and avoidable – repairing economic dislocation and preventing the recurrence of crisis*, Oxon: Routledge 2016.
- M. Pheijffer & B. Hoogenboom, 'Een ongemakkelijke waarheid over creative compliance', in: B. Hoogenboom & M. Pheijffer, *Financiële decadentie, toezicht en compliance*, Den Haag: Boom Juridische uitgevers 2009.
- J.J. du Plessis, A. Hargovan & M. Bagaric, *Principles of contemporary corporate governance*, Oxford: Oxford University Press 2010.
- D. Plunkett & T. Sundell, 'Dworkin's interpretivism and the pragmatics of legal disputes', *Legal theory* 2013-19.
- M. Pohl et al., 'Belgium', in: M. Pohl & S. Freitag (eds.), *Handbook on the History of European Banks*, Cheltenham: Edward Elgar 1995.
- M. Pohl et al., 'Italy', in: M. Pohl & S. Freitag (eds.), *Handbook on the History of European Banks*, Hants: Edward Elgar 1995.
- M. Pohl et al., 'The Netherlands', in: M. Pohl & S. Freitag (eds.), *Handbook on the History of European Banks*, Hants: Edward Elgar 1995.

- T. Porter, 'Private actors in the governance of global finance after the global crisis of 2008', in: A. Payne & N. Phillips (eds.), *Handbook of the international political economy of governance*, Cheltenham: Edward Elgar Publishing 2014.
- H. Prast & I. van Lelyveld, *New architectures in the regulation and supervision of financial markets and institutions: the Netherlands*, Working paper no. 21/2004.
- R.A.M. Pruijm, *Behoorlijk ondernemingsbestuur – lessen uit de boekhoudschandalen*, Assen: Van Gorcum 2003.
- A.C.W. Pijs, 'De bijzondere zorgplicht van de financiële dienstverlener', in: F.G.M. Smeele & M.A. Verbrugh (red.), 'Opgelegde bescherming' in het bedrijfsrecht. *Ratio, methode en dynamiek van dwingendrechtelijke bescherming van kwetsbare belangen in het bedrijfsrecht*, Den Haag: Boom Juridische uitgevers 2010.
- R.K. Pijpers, 'Wet en regelgeving: kader, maar ook keurslijf', in: M. Jurgens & R. Stijnen (red.), *Compliance in het financieel toezichtrecht*, Deventer: Kluwer 2008.
- L. Quaglia, *The European Union and Global Financial Regulation*, Oxford: Oxford University Press 2014.
- R.P. Raas, 'Vijf jaar Wet op het financieel toezicht', in: E.P.M. Joosen & R.P. Raas, *Vijf jaar Wet op het financieel toezicht – preadvies voor de Vereniging voor financieel recht 2013*, Deventer: Kluwer 2014.
- K. Raes, *Tegen betere wetten in. Een ethische kijk op het recht*, Gent: Academia Press 2003.
- I. Ramlall, *The impact of the subprime crisis on global financial markets, banks and international trade: a quest for sustainable policies*, Newcastle upon Tyne, Cambridge: Scholars Publishing 2013.
- A.N. Rechtschaffen, *Capital markets, derivatives and the law: evolution after crisis*, Oxford: Oxford University Press 2014.
- W.M. Reisman, 'Soft law and law jobs', *Journal of international dispute settlement* 2011.
- D.J. Reiss, 'Fannie Mae and Freddie Mac: creatures of regulatory privilege', in: G. Kaufman & R. Bliss (eds.), *Financial institutions and markets: the financial crisis: an introspective perspective*, New York: Palgrave Macmillan 2010.
- D.J. Reiss, 'Fannie Mae and Freddie Mac: privatizing profit and socializing loss', in: R.W. Kolb (ed.), *Lessons from the financial crisis: causes, consequences and our economic future*, Hoboken: John Wiley & Sons 2010.
- A. Reisberg, 'The role of institutional shareholders: stewardship and the long-/short-term debate', in: I. H-Y Chiu (ed.), *The law on corporate governance in banks*, Cheltenham: Edward Elgar Publishing Limited 2015.
- J.D. Rendtorff, 'Basic concepts of philosophy of management and of corporations', in: C. Luetge (ed.), *Handbook of the philosophical foundations of business ethics*, Berlin: Springer 2013.
- L. Rethel, 'Bank regulation after the global financial crisis: the case of regulatory arbitrage', in: T. Porter (ed.), *Transnational financial regulation after the crisis*, Oxon: Routledge 2014.
- V. Revest & A. Sapio, 'An essay on the emergence, organization and performance of financial markets – the case of the alternative investment market', in: A. Pyka & H-P Burghof (ed.), *Innovation and Finance*, Oxon: Routledge 2014.
- J.N. Reynolds & E. Newell, *Ethics in investment banking*, Hampshire: Palgrave Macmillan 2011.
- Z. Rezaee, *Corporate governance post Sarbanes-Oxley: regulations, requirements and integrated processes*, Hoboken: John Wiley & Sons 2007.
- Z. Rezaee, *Corporate governance and ethics*, New Jersey: John Wiley & Sons Inc. 2009.

- J.G.J. Rinkes, *Reasonable expectations of honest men. Over privaatrecht, contractenrecht en vertrouwen* — Rede, Zutphen: Uitgeverij Paris 2006.
- J.G.J. Rinkes, 'Juridische aspecten van de informatie- en zorgplichten van financiële ondernemingen onder het regime van de Wet op het financieel toezicht', *Nederlands Tijdschrift voor Handelsrecht* 2007-6.
- J.G.J. Rinkes, 'Grensverleggend verzekeren: verzekeringsrecht en de interne markt', *Het Verkeers-Archief* 2014-4.
- J.G.J. Rinkes, 'Is Titel 7/17 BW 'Europa- en toekomstproef'?', *Het Verkeers-Archief* 2016-2.
- C. Rose, *International anti-corruption norms, their creation and influence on domestic legal systems*, Oxford: Oxford University Press 2015.
- B.A. de Ruiter & L.C. Bouchez, 'ASMI-beschikking: Hoge Raad stelt paal en perk aan activistische aandeelhouders', *Bedrijfsjuridische berichten* 2010.
- M.E. Rushefsky, *Public policy in the United States*, Oxon: Routledge 2013.
- K. Rutten, 'De bijzondere zorgplicht van banken bij het afsluiten van renteswaps met professionele beleggers', *Tijdschrift voor de Ondernemingsrechtpraktijk* 2012-8.
- D.J.D. Sandole, *Peace and security in the postmodern world: the OSCE and conflict resolution*, Oxon: Routledge 2007.
- G. Sapelli, *Morality and corporate governance: firm integrity and spheres of justice*, London: Springer 2013.
- E. Savona, *Responding to money laundering*, Amsterdam: Harwood Academic Publishers 2005.
- A. Schaafsma, 'Bestuurdersaansprakelijkheid: de toetsingsnorm van art. 2:9 BW vergeleken met de business judgement rule', *Onderneming en Financiering* 2006-73.
- S. Schneider et al., *Basel 'IV': What's next for banks? Implications of intermediate results of new regulatory rules for European banks*, McKinsey&Company, april 2007, te raadplegen via: <https://www.mckinsey.com/business-functions/risk/our-insights/basel-iv-whats-next-for-european-banks>.
- C. Schmidt, 'Toward Banking Union in Europe: an interim assessment', in: T. Azarmi & W. Amann (ed.), *The financial crisis: implications for research and teaching*, London: Springer 2016.
- G. Scherf, *Financial stability policy in the Eurozone: the political economy of national banking regulation in an integrated monetary union*, London: Springer 2014.
- P. van Schilfgaarde, *Van de BV en NV*, Deventer: Kluwer 2009.
- F. Schipper, 'Transparency and integrity, Contrary concepts?', in: K. Homann et al. (eds.), *Globalisation and business ethics*, Hampshire: Ashgate Publishinh Ltd. 2007.
- M. Schmidt, *Pricing and liquidity of complex structured derivatives – deviation of a risk benchmark based on credit and option market data*, Cahm: Springer 2016.
- S.R. Schuit, 'Onderneming en integriteit: de bestuurder', in: I.P. Asscher-Vonk et al. (red.), *Onderneming en Integriteit*, Deventer: Kluwer 2007.
- S.L. Schwarcz, 'Systemic Risk', *Georgetown Law Journal* 2008-97.
- S.L. Schwarcz, 'Regulating complexity in financial markets', *Washington University Law Review* 2009-2.
- S.L. 'Schwarcz, 'Information asymmetry and information failure: disclosure problems in complex financial markets', in: W. Sun et al. (eds.), *Corporate Governance in the financial crisis: international perspectives*, Cambridge: Cambridge University Press 2011.

- S.L. Schwarcz, 'Regulating shadow banking', *Review of Banking & Financial Law* 2012-31.
- S.L. Schwarcz, 'Securitization and structured finance', in: G. Caprio et al. (ed.), *Handbook of key global financial markets, institutions and infrastructure*, London: Elsevier Inc. 2013.
- S.L. Schwarcz, 'Systemic risk and the financial crisis: protecting the financial system as a "system"', 2014, te raadplegen via:
https://www.law.berkeley.edu/files/bclbe/Schwarcz_Paper.pdf.
- S.L. Schwarcz, 'Banking and financial regulation', in: F. Paresi et al. (eds.), *The Oxford Handbook of Law and Economics*, Oxford: Oxford University Press 2015.
- S.L. Schwarcz, 'Perspectives on regulating systemic risk', in: A. Anand (ed.), *Systemic risk, institutional design, and the regulation of financial markets*, Oxford: Oxford University Press 2016.
- S.L. Schwarcz, 'Securitization and post-crisis financial regulation', *Cornell law review online*, 2016-110.
- M. Segoviano, B. Jones, P. Lindner & J. Blankenheim, *Securitization: the Road ahead*, IMF Staff Discussion Note, Washington: IMF 2015.
- L. Senden, *Soft Law in European Community Law*, Oxford: Hart Publishing 2004.
- G. Shaffer & M.A. Pollack, 'Hard and soft law', in: J.L. Dunoff & M.A. Pollack, *Interdisciplinary perspectives on international law and international relations – the state of the art*, Cambridge: Cambridge University Press 2013.
- S.E. Shamrock, *IFRS and US GAAP – a comprehensive comparison*, Hoboken: John Wiley & Sons 2012.
- S.J. Shapiro, 'The "Hart-Dworkin" Debate: a short guide for the perplexed', SSRN 2007.
- E. Sheedy, 'The future of risk modeling', in: R.W. Kolb (ed.), *Lessons from the financial crisis – causes, consequences and our economic future*, Hoboken: John Wiley & Sons 2010.
- H. Shefrin, M. Statman, 'Behavioral finance in the financial crisis – market efficiency, Minsky, and Keynes', 2011, te raadplegen via:
<https://www.russellsage.org/sites/all/files/Rethinking-Finance/Shefrin%20Statman%2001272012.pdf>.
- R.J. Shiller, *Irrational Exuberance*, New Jersey: Princeton University Press 2000.
- R.J. Shiller, 'From efficient markets theory to behavioral finance', *Journal of economic perspectives* 2003-17.
- B. Shull, 'Financial modernization under the Gramm-Leach-Bliley Act', in: B.E. Gup (ed.), *The future of banking*, Westport: Quorum books 2003.
- J. Siddiqui & C.S. Ferdous, 'The regulatory conundrum: achieving corporate governance reforms in developing countries', in: S. Boubaker & D.K. Nguyen (eds.), *Corporate governance in emerging markets: theories, practices and cases*, London: Springer 2014.
- G. Siedel, *The three pillar model for business decisions: strategy, law and ethics*, Michigan: Van Rye Publishing 2016.
- L.J. Silverentand, 'Types of securities and the Statutory Framework applicable to securities', in: M.C.A. Nieuwenhuijzen (ed.), *Financial Law in the Netherlands*, Alphen aan den Rijn: Kluwer Law International 2010.
- M. Singh & C. Spackman, *The use (and abuse) of CDS spreads during distress*, IMF Working paper 2009, te raadplegen via:
<https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2009/wp0962.pdf>.

- J. Sison, *Corporate Governance and ethics: an Aristotelian perspective*, Cheltenham: Edward Elgar 2008.
- A. Smith, *An inquiry into the nature and causes of the wealth of nations*, London: W. Strahan; T. Cadell 1776.
- S. Soederberg, 'The transnational regulation of financial inclusion: an historical materialist critique of the G20 principles', in: T. Porter (ed.), *Transnational financial regulation after the crisis*, Oxon: Routledge 2014.
- E. Soerjatin, 'Rechterlijke toetsing van corporate governance', in: M. Lukerath-Roovers et al. (red.), *Jaarboek Corporate Governance 2012-2013*, Kluwer: Deventer 2012.
- J. Solomon & A. Solomon, *Corporate Governance and accountability*, West Sussex: John Wiley & Sons Ltd. 2004.
- R.C. Solomon, *A better way to think about business: how personal integrity leads to corporate success*, Oxford: Oxford University Press 1999.
- S. Srivastva & F.J. Barrett, 'Foundations for executive integrity: dialogue, diversity, development', in: S. Srivastva et al. (eds.), *Executive integrity: the search for high human values in organizational life*, San Fransisco: Jossey-Bass 1989.
- R.M. Steinberg, *Governance, Risk Management and Compliance: it can't happen to us – avoiding corporate disaster while driving success*, New Jersey: John Wiley & Sons Inc. 2011.
- B.T.M. Steins Bisschops, 'Een voorbeeld van tekortschietende corporate governance – nieuwe oriëntatie op de juridische integriteitsnorm', *Tijdschrift voor vennootschaps- en rechtspersonenrecht* 2013-3.
- B. Stellinga, 'Europese financiële regulering voor en na de crisis – working paper', *Wetenschappelijke raad voor het regeringsbeleid*, Den Haag: 2015.
- B.M.C. Stenden, 'Ontwikkeling van (bijzondere) zorgplicht in financiële dienstverlening', *Vakblad financiële planning* 2015-5.
- G.H. Stern & R.J. Feldman, *Too big to fail – the hazards of bank bailouts*, Washington: Brookings Institution Press 2004.
- E.J. Stewart, *The European Union and conflict prevention: policy evolution and outcome*, Munster: Lit Verlag 2005.
- J. Stiglitz, *Freefall: America, Free Markets and the sinking of the world economy*, New York: W.W. Norton & Company 2010.
- J.E. Stiglitz, *Selected Works of Joseph E. Stiglitz: Volume II, Information and capital markets, applications to capital, labor and product markets*, Oxford: Oxford University Press 2013.
- D.A.M.H.W. Strik, *Grondslagen bestuurdersaansprakelijkheid – Een maatpak voor de board room*, Deventer: Kluwer 2010.
- J. Strikwerda, *De Nederlandse Corporate Governance Code – ingeleid, toegelicht en becommentarieerd*, Assen: Van Gorcum 2012.
- S. Sullivan, *From war to wealth: fifty years of innovation*, Parijs: OECD 1997.
- K. Sum, *Post-crisis banking regulation in the European Union: Opportunities and threats*, London: Palgrave Macmillan 2016.
- W. Sun, J. Stewart & D. Pollard, 'Introduction: rethinking corporate governance – lessons from the global financial crisis', in: W. Sun et al. (eds.), *Corporate Governance in the financial crisis: international perspectives*, Cambridge: Cambridge University Press 2011.
- W. Sun, J. Stewart & D. Pollard, 'A systemic failure of corporate governance: lessons from the on-going financial crisis', 2012, te raadplegen via: <http://www.european-financialreview.com/?p=2042>.

- N.N. Taleb, *The Black Swan: Impact of the highly improbable*, New York: Random House Inc. 2007.
- N.N. Taleb, *Antifragile: things that gain from disorder*, New York: Random House Inc. 2012.
- N.N. Taleb & C. Sandis, 'The skin in the game as a risk filter', in: A. Bensoussan, D. Guegan & C.S. Tapiero (eds.), *Future perspectives in risk models and finance*, Cham: Springer 2015.
- F. Terpan, 'Soft Law in the European Union – The changing nature of EU law', *European Law Journal* 2015-1.
- C. Teulings, L. Bovenberg & H. van Dalen, *De cirkel van goede intenties – de economie van het publieke belang*, Amsterdam: Amsterdam University Press 2005.
- D. Thurer, 'Soft law', in: R. Bernhardt (ed.), *Encyclopedia of public international law*, Vol. 4, Amsterdam: Elsevier Science 2000.
- W. Tian, 'Regulatory capital requirement in Basel III', in: W. Tian (ed.), *Commercial banking risk management – regulation in the wake of the financial crisis*, New York: Palgrave Macmillan 2017.
- K.L. Tienstra & W.J. Oostwouder, 'Corporate governance en belangenconflicten van bestuurders bij openbare biedingen', *Onderneming en Financiering* 2014-1.
- L. Timmerman, 'Situationele gelijkheid in het (privaat)recht', in: D.J. Wolfson et al. (red.), *Gelijkheid in een pluriforme samenleving*, Amsterdam: KNAW press 2008.
- T.F.E. Tjong Tjin Tai, *Zorgplichten en zorgethiek*, Deventer: Kluwer 2007.
- T.F.E. Tjong Tjin Tai & M.F.M. van den Berg, 'Financiële zorgplichten van de verzekeraar bij beleggingsproducten', *Aansprakelijkheid, verzekering en schade* 2009-4.
- T.F.E. Tjong Tjin Tai, 'Generieke zorgplicht in theorie en praktijk', in: M.L. Hendrikse & J.G.J. Rinkes (red.), *Naar een (doorlopende) generieke zorgplicht voor verzekeraars en verzekeringstussenpersonen?*, Zutphen: Uitgeverij Paris 2012.
- C. Tokatlides, *Retail depositor and retail investor protection under EU law – in the event of financial institution failure*, Oxon: Routledge 2017.
- R. Tomasic, 'Beyond "light touch" regulation of British banks after the financial crisis', in: I.G. MacNeill & Justin O'Brien (eds.), *The future of financial regulation*, Oxford: Hart Publishing 2010.
- G. Toniolo & P. Clement, *Central Bank cooperation at the bank of international settlements, 1930-1973*, Cambridge: Cambridge University Press 2005.
- V. Troiano, 'Cross-border cooperation between resolution authorities in the BRRD', in: M. Haentjens & B. Wessels (eds.), *Research handbook on crisis management in the banking sector*, Cheltenham: Edward Elgar 2015.
- A. Tuschke & M. Luber, 'Corporate governance in Germany: converging towards shareholder value-orientation or not so much?', in: A.A. Rasheed & T. Yoshikawa (eds.), *The convergence of corporate governance – promise and prospects*, Hampshire: Palgrave Macmillan 2012.
- A. Tversky & D. Kahneman, 'Judgement under uncertainty: heuristics and biases', *Science* 1974-185.
- W.G. van der Velden, *De ontwikkeling van de wetgevingswetenschap: een rechtstheoretisch onderzoek*, Lelystad: Koninklijke Vermande 1988.
- A. van de Ven, 'Risk management from an accounting perspective', in: M. van Daelen & C. Van den Elst (eds.), *Risk management and corporate governance: interconnections in law, accounting and tax*, Cheltenham: Edward Elgar 2010.

- W. Vanthoor, *De Nederlandsche Bank 1814-1998, van Amsterdamse kredietinstelling naar Europese Stelselbank*, Amsterdam: Boom Juridische uitgevers 2004.
- A.F. Verdam, 'Iets over de verhouding tussen de institutionele opvatting, het vennootschapsbelang en de norm van redelijkheid en billijkheid, mede in relatie tot bestuurders, commissarissen en aandeelhouders', in: A.F. Verdam (red.), *Autonomie van het bestuur en haar grenzen voor en na de Cancun-uitspraak*, Deventer: Kluwer 2015.
- W. Vermeend, *De WIJ-economie – de opkomst van de wij economie en de ondergang van de ik economie*, Amsterdam: Lebowski 2010.
- N. Veron, 'The economic consequences of Europe's Banking Union', in: D. Busch & G. Ferrarini (eds.), *European Banking Union*, Oxford: Oxford University Press 2015.
- A. Vletter-Van Dort, *Wft – wonder of waanzin – oratie Erasmus*, 2006.
- D.J. Vogel, 'The ethics of risk management in the European Union and the United States – a comparative perspective', in: L. Svedin (ed.), *Ethics and risk management*, Charlotte: Information Age Publishing 2015.
- H.H. Voogsgeerd, *Corporate governance codes: markt- of rechtsarrangement?*, Deventer: Kluwer 2006.
- I. de Vré, 'De bijzondere zorgplicht van financiële dienstverleners onder toezicht', in: T. Gerverdinck et al. (red.), *Wetenschappelijke Bijdragen; Bundel ter gelegenheid van het 35-jarig bestaan van het wetenschappelijk bureau van de Hoge Raad der Nederlanden*, Den Haag: Boom Juridische uitgevers 2014.
- J.J. de Vries Robbe, *Securitization law and practice – in the face of the credit crunch*, Alphen aan den Rijn: Kluwer Law International 2008.
- W.H. Wallace, *The American Monetary System: an insider's view of financial institutions*, London: Springer 2013.
- E. Walker-Arnett, 'Corporate Governance and banks: the role and composition of the board', in: I. H-Y Chiu (ed.), *The law on corporate governance in banks*, Cheltenham: Edward Elgar Publishing Limited 2015.
- E. Warren, 'AIG rescue, its impact on markets and the governments exit strategy', *Congressional Oversight Panel* 2010.
- C.E. Watson, *Managing with integrity in international business*, Oxford: Oxford University Press 1991.
- R.H. Weber, 'Overcoming the hard law/soft law dichotomy in times of (financial) crisis', *Journal of governance and regulation* 2012-1.
- D.L. Weimer & A.R. Vining, *Policy analysis: concepts and practice*, Oxon: Routledge 2017.
- E.J. Weinrib, 'Corrective justice in a nutshell', *The University of Toronto Law review* 2002.
- P. Weismann, *European agencies and risk governance in EU Financial Market Law*, Oxon: Routledge 2016.
- A. Wellerdt, *Organisation of banking regulation*, London: Springer, 2015.
- S. Wen, *Shareholder primacy and Corporate Governance*, London: Routledge 2013.
- S. Wen, 'Less is more – a critical view of further EU action towards a harmonized corporate governance framework in the wake of the crisis', *Wash. U. Stud. L. Rev.* 2013-41.
- J.A.I. Wendt, *De methode der rechtswetenschap vanuit kritisch-rationaal perspectief*, Zutphen: Uitgeverij Paris 2008.
- D.A. Westbrook, *Out of crisis: rethinking our financial markets*, Oxon: Routledge 2010.

- G. Westerhuis, 'Commercial banking – changing interactions between banks, markets, industry and state', in: Y. Cassis et al. (eds.), *The Oxford Handbook of Banking and Financial History*, Oxford: Oxford University Press 2016.
- P. Westerman, *Rechtsfilosofie, inleiding*, Assen: Van Gorcum, 1989.
- P. Westerman, 'Who is regulating the self – Self regulation as outsourced rule-making', *Legisprudence: International Journal for the study of legislation* 2010-4.
- E. White, 'Deposit insurance', in: G. Caprio Jr. & D. Vittas (eds.), *Reforming financial systems – historical implications for policy*, Cambridge: Cambridge University Press 1997.
- C.K. Whitehead, 'Creditors and debt governance', in: C.A. Hill et al. (eds.), *Research handbook on the economics of corporate law*, Cheltenham: Edward Elgar 2012.
- R.M. Wibier, *De kredietcrisis en het privaatrecht, Oratie*, Tilburg: 2011.
- R.M. Wibier, 'The credit crisis and securitisation', *European Journal of Commercial Contract Law* 2012-3.
- O.E. Williamson, 'Corporate Governance', *Yale Law Journal* 1984-93.
- H. Willke, E. Becker & C. Rostasy, *Systemic risk – The myth of rational finance and the crisis of democracy*, Frankfurt-on-Main: Campus Verlag GmbH 2013.
- H. Willmott, 'Interrogating the crisis: financial instruments, public policy and corporate governance', in: I. Esturk et al. (eds.), *The Routledge Companion to banking regulation and reform*, Oxon: Routledge 2017.
- W. Witteveen, *De wet als kunstwerk, een andere filosofie van het recht*, Den Haag: Boom Juridische uitgevers 2015.
- N. Woods, 'Bretton Woods institutions', in: T.G. Weiss & S. Daws (eds.), *The Oxford handbook on the United Nations*, Oxford: Oxford University Press 2007.
- E. Wymeersch, 'The Single supervisory mechanism: institutional aspects', in: D. Busch & G. Ferrarini (eds.), *European Banking Union*, Oxford: Oxford University Press 2015.
- T. Yamada, 'The crisis of 2008 and the dynamics of capitalism in time and space', in: K. Yagi et al. (eds.), *Crises of global economy and the future of capitalism*, Oxon: Routledge 2013.
- C.M. Young, 'Aristotle's justice', in: R. Kraut (ed.), *The Blackwell Guide to Aristotle's Nicomachean Ethics*, Oxford: Blackwell Publishing 2008.
- S. Zamora, 'Economic relations and development', in: C.C. Joyner (ed.), *The United Nations and international law*, Cambridge: Cambridge University Press 1999.
- G.S. Zavvos & S. Kaltsouni, 'The Single-resolution mechanism in the European Banking Union: legal foundations, governance structure and financing', in: M. Haentjens & B. Wessels (eds.), *Research handbook on crisis management in the banking sector*, Cheltenham: Edward Elgar 2015.
- R. Zimmermann, *The law of obligations: roman foundations of the civil tradition*, Oxford: Oxford University Press 1996.
- J.R. van Zwet, *De ontwikkeling van de Bankwet 1814-1998. Van 's Konings oudste dochter tot intrigerend onderdeel van het ESCB*, Amsterdam: DNB 2001.

Jurisprudentieregister

HR 30 januari 1959, ECLI:NL:HR:1959:AI1600, NJ 1959/548.
HR 19 december 1975, ECLI:NL:HR:1975:AG2023, NJ 1976/280 (*Baris/Riezenkamp*).
HR 27 juni 1995, ECLI:NL:HR:1995:ZD1070, NJ 1995/662.
HR 23 mei 1997, ECLI:NL:HR:1997:AG7238, NJ 1998/192 (*Rabobank/Everaars*).
HR 29 september 1995, ECLI:NL:HR:1995:ZC1825, NJ 1998/81 (*ABN AMRO/Hendriks*).
HR 26 juni 1998, ECLI:NL:HR:1998:ZC2686, NJ 1998/660 (*Van der Klundert/Rabobank*).
HR 21 februari 2003, ECLI:NL:HR:2003:AF1486, NJ 2003/444 (*HBG-VEB*).
HR 11 juli 2003, ECLI:NL:HR:2003:AF7419, NJ 2005/103 (*Van Zuylen/Rabobank*).
HR 23 maart 2007, ECLI:NL:HR:2007:AZ7619, NJ 2007/333 (*ABN-AMRO/Van Velzen*).
HR 13 juli 2007, ECLI:NL:HR:2007:BA792, NJ 2007/434 (*ABN/AMRO*).
HR 14 september 2007, ECLI:NL:HR:2007:BA4888, NJ 2007/611 (*Versatel II*).
HR 14 september 2007, ECLI:NL:HR:2007:BA4887, NJ 2007/612 (*Versatel III*).
HR 5 juni 2009, ECLI:NL:HR:2009:BH2815, NJ 2012/182.
HR 5 juni 2009, ECLI:NL:HR:2009:BH2811, NJ 2012/183 (*Levob/B en GBD*).
HR 5 juni 2009, ECLI:NL:HR:2009:BH2822, NJ 2012/184 (*Stichting Gedupeerden Spaarconstructie/Aegon*).
HR 4 december 2009, ECLI:NL:HR:BJ7320, NJ 2010/67 (*Nabbe/Staalbankiers*).
HR 9 juli 2010, ECLI:NL:HR:2010:BM0976, NJ 2010/544 (*ASMI*).
HR 4 april 2014, ECLI:NL:HR:2014:808, NJ 2014/286 (*Roovers/Cancun Holding I*).
HR 4 april 2014, ECLI:NL:HR:2014:799, NJ 2014/556.
HR 4 april 2014, ECLI:NL:HR:2014:804, NJ 2014/558.
Hof Amsterdam (Ondernemingskamer) 17 januari 2007,
ECLI:NL:GHAMS:2007:AZ6440, NJF 2007/179 (*Stork*).
Rechtbank Utrecht 15 februari 2012, ECLI:NL:RBUTR:2012:BV3753, RO 2012/41.

Wetgeving, beleidsstukken en overige publicaties

Kamerstukken en aanverwante documenten

Kamerstukken II 2001/02, 28 122, nr. 2.
Kamerstukken II 2003/04, 29 708, nr. 3.
Kamerstukken II 2003/04, 29 507, nr. 3.
Kamerstukken II 2004/05, 29 708, nr. 10.
Kamerstukken II 2005/06, 29 708, nr. 19.
Kamerstukken II 2008/09, 32 014, nr. 3.
Kamerstukken II 2009/10, 32 255, nr. 3.
Kamerstukken II 2009/10, 32 512, nr. 2.
Kamerstukken II 2010/11, 32 786, nr. 3.
Kamerstukken II 2011/12, 31 980, nr. 61.
Kamerstukken II 2011/12, 31 980, nr. 55.
Kamerstukken II 2012/13, 32 013, nr. 28.
Kamerstukken II 2012/13, 31 083, nr. 46.
Kamerstukken II 2012/13, 32 013, nr. 35.
Kamerstukken II 2013/14, 33 632, nr. 3.
Stb. 1983, 663.
Stb. 1990, 458.
Stb. 2006, 475.
Stb. 2012, 241.
Stb. 2012, 7.
Stb. 2012, 588.
Stb. 2013, 563.
Stb. 2015, 45.

Stcrt. 27 oktober 2009, nr. 16072, Selectielijst van de Stichting Toezicht Effectenverkeer op het beleidsterrein Regulering & toezicht bank- en kredietwezen 1992-2002.
Stcrt. 3 juli 2012, nr. 13546, Beleidsregel geschiktheid 2012.

Besluit van 12 oktober 2006, *Stb.* 2006, 504 (Besluit bekostiging financieel toezicht).
Besluit van 12 oktober 2006, *Stb.* 2006, 505 (Besluit definitiebepalingen Wft).
Besluit van 12 oktober 2006, *Stb.* 2006, 517 (Besluit boetes Wft) (AMvB 3).
Besluit van 12 oktober 2006, *Stb.* 2006, 506 (Besluit Markttoegang financiële ondernemingen).

Besluit van 12 oktober 2006, *Stb.* 2006, 518 (Besluit reikwijdtebepalingen Wft).
Besluit van 12 oktober 2006, *Stb.* 2006, 519 (Besluit prudentiële regels Wft) aangepast bij Besluit van 11 december 2006, *Stb.* 2006, 662 (Besluit implementatie kapitaalakkoord Bazel 2).

Besluit van 12 oktober 2006, *Stb.* 2006, 507 (Besluit bijzondere prudentiële maatregelen, beleggerscompensatie en depositogarantie Wft).

Besluit van 12 oktober 2006, *Stb.* 2006, 508 (Besluit prudentiële regels financiële groepen Wft) aangepast bij Besluit van 11 december 2006, *Stb.* 2006, 662.

- Besluit van 12 oktober 2006, *Stb.* 2006, 520 (Besluit Gedragstoezicht financiële ondernemingen Wft).
- Besluit van 12 oktober 2006, *Stb.* 2006, 509 (Besluit melding zeggenschap en kapitaalbelang in uitgevende instellingen) (AMvB 9).
- Besluit van 12 oktober 2006, *Stb.* 2006, 510 (Besluit marktmisbruik Wft).
- Algemene Rekenkamer, *Het systeem van toezicht op de stabiliteit van financiële markten*, Den Haag: 2009.
- Adviescommissie Toekomst Banken, *Naar herstel van vertrouwen*, Amsterdam: 2009.
- Bijlage 1 van de Regeling eed of belofte financiële sector 2015, *Stcrt.* 2014, nr. 37261.
- Commissie Tabaksblat, Brief aan de Minister van Economische Zaken, van 22 oktober 2013.
- Brief van de Minister van Financiën van 20 december 2016, Evaluatie algemene zorgplicht.
- Commissie de Wit, *Verloren krediet*, Den Haag: Sdu Uitgevers 2010.
- Commissie Ottow, *Rapportage Externe evaluatie toetsingsproces AFM en DNB*, Utrecht: 2016.
- STE, *Jaarverslag Stichting Toezicht Effectenverkeer*, Amsterdam: 1991.
- STE, *Jaarverslag Stichting Toezicht Effectenverkeer*, Amsterdam: 1998.
- Kamerbrief van de Minister van Financiën van 27 maart 2015: FM/FM/2015/453 M (Kamerbrief over tuchtrecht banken).
- Kamerbrief onderzoek DNB naar Nederlandse schaduwbanken, 19 januari 2016.
- Ministerie van financiën, *Herziening van de Wft: verkenning*, Den Haag: 2016.
- Regeling van de Minister van Financiën van 17 december 2012: FM/2012/1923 M (Regeling eed of belofte financiële sector).
- Regeling van de Minister van Financiën van 12 december 2014 (Regeling eed of belofte financiële sector 2015), *Stcrt.* 2014, nr. 37261.
- Regeling securitisaties Wft 2010, *Stb.* 2011, 672.
- Regeling van de Nederlandse Bank N.V. van 21 juli 2014 houdende regels met betrekking tot het beheerst beloningsbeleid van financiële ondernemingen (Regeling beheerst beloningsbeleid Wft 2014).
- SEO Economisch Onderzoek, *Het Nederlandse stelsel van corporate governance code en monitoring*, Amsterdam: 2012.
- Rapport van de Parlementaire Commissie onderzoek financieel stelsel (Commissie-De Wit), Den Haag: 10 mei 2010.
- Rapport van de Commissie van onderzoek DSB Bank (Commissie Scheltema), Den Haag: 2010.
- Stichting Tuchtrecht Banken, *Tuchtrecht bancaire sector*, Amsterdam: 2016.
- SEO Economisch Onderzoek, *Het Nederlandse stelsel van corporate governance code en monitoring*, Amsterdam: 2012.
- Sociaal Economische Raad, *De Nederlandse economie in stabielere vaarwater*, Den Haag: SER, 2013.
- SEO Economisch Onderzoek, *Het Nederlandse stelsel van corporate governance code en monitoring*, Amsterdam: 2012.
- Vierde Nota van Wijziging van de Tweede Kamer — oktober 2005.
- Wetenschappelijke Raad voor het Regeringsbeleid, *Waarden, normen en de last van gedrag*, Den Haag: 2003.

Europese wet- en regelgeving en aanverwante documenten

- European Banking Authority, *EBA Guidelines on internal governance*, London: 2011.
- European Banking Authority, *Consultation Paper – Draft articles on internal governance*, London: 2016.
- European Banking Authority, *Guidelines, Limits on exposures to shadow banking entities which carry out banking activities outside a regulated framework under article 395 (2) of Regulation No 575/2013*, EBA/GL/2015/20, London: 2016.
- European Banking Authority, *Guidelines on the assessment of the suitability of members of the management body and key function holders*, London: ECB, 2014 (EBA/GL/2012/06).
- European Banking Authority, *Report on the peer review of the Guidelines on the assessment of the suitability of members of the management body and key function holders* (EBA/GL/2012/06), London: 2015.
- European Banking Union & European Securities and Market Authority, *Consultation paper*, London: 2016 (EBA/CP/2016/17).
- European Central Bank, *ECB Guide on options and discretions available in Union Law*, Frankfurt: 2016.
- Europese Commissie, *Groenboek inzake Corporate governance in financiële instellingen en het beloningsbeleid*, COM (2010) 285 definitief.
- European Commission, *Memo 13-690 Capital Requirements – CRD IV/CRR – FAQ*, 16 July 2013.
- European Commission, *MEMO- Capital requirements – CRD IV/CRR – FAQ*, Brussels, 16 July 2013.
- European Commission, *MEMO-13-679*, 10 July 2013.
- European Commission, *MEMO-14-294*, 9 March 2015.
- European Commission, *Memo – A comprehensive EU response to the financial crisis: substantial progress towards a strong financial framework for Europe and a banking union for the Eurozone*, Brussel: 2014.
- European Commission, *Communication from the Commission to the Council and the European Parliament – Modernizing Company Law and Enhancing Corporate Governance in the European Union – A plan to move forward*, COM (2003) 284 final.
- European Commission, *Memo 14-294, Banking Union: restoring financial stability in the Eurozone*, 9 March 2015.
- European Commission, *FAQ: Capital requirements (CRR/CRD IV) and resolution framework (BRRD/SRM) amendments*, MEMO-16-3840, 23 november 2016.
- European Commission – *Press Release, EU Banking Reform: Strong banks to support growth and restore confidence*, Brussel, 23 november 2016.
- European Central Bank, *Feedback statement*, Frankfurt: ECB October 2014.
- European Central Bank, *Guide to banking supervision*, Frankfurt: ECB 2014.
- European Central Bank, *SSM supervisory statement on governance and risk appetite*, Frankfurt: ECB 2016.
- European Systemic Risk Board, *EU Shadow Banking Monitor no. 1/July 2016*, Frankfurt am Main: ESRB 2016.
- Regulation No 575/2013 of the European Parliament and of the Council of 26 June 2013, on prudential requirements for credit institutions and investment firms amending Regulation (EU) No 648/2012 (CRR).

Regulation No 1093/2010 of the European Parliament and of the council of 24 November 2010 establishing a European Supervisory authority (EBA) amending Decision No. 716/2009/EC and repealing Commission Decision 2009/78/EC.

Regulation No 1095/2010 of the European Parliament and of the Council of 24 November 2010 establishing a European Supervisory Authority (European Securities and Markets Authority) amending Decision No. 716/2009/EC and repealing Commission Decision 2009/77/EC.

Richtlijn 2013/36/EU van het Europees Parlement en de Raad van 26 juni 2013 betreffende toegang tot het bedrijf van kredietinstellingen en het prudentieel toezicht op kredietinstellingen en beleggingsondernemingen (CRD IV).

Richtlijn 2006/46/EG van het Europees Parlement en de Raad van 14 juni 2006 tot wijziging van de Richtlijnen 78/660/EEG van de Raad betreffende de jaarrekening van bepaalde vennootschapsvormen, 83/349/EEG van de Raad betreffende de geconsolideerde jaarrekening, 86/635/EEG van de Raad betreffende de jaarrekening en de geconsolideerde jaarrekening van banken en andere financiële instellingen en 91/674/EEG van de Raad betreffende de jaarrekening en de geconsolideerde jaarrekening van verzekeringsondernemingen.

Richtlijn 2014/59/EU van het Europees Parlement en de Raad van 15 mei 2014 betreffende de totstandbrenging van een kader voor het herstel en de afwikkeling van kredietinstellingen en beleggingsondernemingen (BRRD-Richtlijn).

Richtlijn 2014/65/EU, 15 mei 2014 (MiFID II).

Verordening (EU) nr. 1024/2013 van de Raad van 15 oktober 2013 waarbij aan de Europese Centrale Bank specifieke taken worden opgedragen betreffende het beleid inzake het prudentieel toezicht op kredietinstellingen (SSM-Verordening); Richtlijn 2014/59/EU van het Europees Parlement en de Raad van 15 mei 2014 betreffende de totstandbrenging van een kader voor het herstel en de afwikkeling van kredietinstellingen en beleggingsondernemingen (SSM-Kaderrichtlijn).

Verordening (EU) nr. 806/2014 van het Europees Parlement en de Raad van 15 juli 2014 (SRM-Verordening).

Verordening (EU) nr. 1024/2013 van de Raad van 15 oktober 2013.

Verordening (EU) nr. 1095/2010 van het Europees Parlement en de Raad van 24 november 2010 (ESRB Directive).

The Committee of wise men, *Final report of the Committee of wise men on the regulation of European securities markets*, Brussels: 2001.

The high-level group on financial supervision in the EU, *Report*, Brussels: 2009.

Raad van Europa, *Towards an genuine economic and monetary union*, Straatsburg: 2012.

Publicaties van internationale organisaties

Basel Committee on Banking Supervision, *Amendment to the Capital Accord to incorporate market risks*, BIS: January 1996.

Basel Committee on Banking Supervision, *Basel II: International convergence of capital measurement and capital standards*, BIS: 2004.

Basel Committee on Banking Supervision, *International convergence of capital measurement and capital standards — a revised framework*, BIS: 2004 (Basel II), te raadplegen via: <http://www.bis.org/publ/bcbs128.pdf>.

Basel Committee on Banking Supervision, *Principles for enhancing corporate governances*, BIS: 2010.

Basel Committee on Banking Supervision, *Basel III: A global regulatory framework for more resilient banks and banking systems*, BIS: 2011.

Basel Committee on banking supervision, *Basel I: International convergence of capital measurement and capital standards*, BIS: Juli 1988 te raadplegen via: <http://www.bis.org/publ/bcbs04a.pdf>.

Basel Committee on Banking Supervision, *A brief history of the Basel Committee*, BIS: 2014.

Basel Committee on Banking Supervision, *Guidelines, Corporate governance principles for Banks*, BIS: 2015.

Basel Committee on Banking Supervision, *Implementation of Basel standards: a report to G20 leaders on implementation of the Basel III regulatory reforms*, BIS: August 2016.

Basel Committee on Banking Supervision, *Basel III phase-in arrangements*, zie: http://www.bis.org/bcbs/basel3/basel3_phase_in_arrangements.pdf.

Nuclear Supplier Group, *Nuclear Supplier Group guidelines — INFCIRC/254*, 2016, te raadplegen via: <http://www.nuclearsuppliersgroup.org/en/guidelines>.

OECD, *Corporate governance and the financial crisis: key findings and main messages*, Paris: OECD Publishing 2009.

OECD, *Systemically Important banks and capital regulation challenges*, December 2011, Paris, OECD Publishing, te raadplegen via: [http://www.oecd.org/officialdocuments/publicdisplaydocumentpdf/?cote=ECO/WKP\(2011\)85&docLanguage=En](http://www.oecd.org/officialdocuments/publicdisplaydocumentpdf/?cote=ECO/WKP(2011)85&docLanguage=En).

OECD, *Board practices: incentives and governing risks, corporate governance*, Paris: OECD Publishing 2011.

OECD, *Rules of procedure of the organization*, Paris: OECD Publishing 2013, te raadplegen via: <https://www.oecd.org/legal/Rules%20of%20Procedure%20OECD-%20Oct%202013.pdf>.

OECD, *The sustainable development goals: an overview of relevant OECD analysis, tools and approaches*, Paris: OECD Publishing 2015.

Directorate for financial and enterprise affairs — OECD steering group on corporate governance, *Corporate governance and the financial crisis — conclusions and emerging good practices to enhance implementation of the Principles*, Paris: OECD Publishing 2010.

OECD, *Corporate governance and the financial crisis: key findings and main messages*, Paris, OECD Publishing, 2009, te raadplegen via: <http://www.oecd.org/corporate/ca/corporategovernanceprinciples/43056196.pdf>.

The independent commission on banking: the Vickers report, *Final Report — recommendations (Vickers report)*, London: 2011.

High-level expert group on reforming the structure of the EU banking sector — chaired by Erkki Liikanen, *Final report*, Brussels: 2012.

The Committee of wise men, *Final report of the Committee of wise men on the regulation of European securities markets*, Brussels: 2001.

The High-level group on financial supervision in the EU, *Report*, Brussels: 25 February 2009.

The Global Association of Risk Professionals (GARP), presentation — *Corporate Governance & Risk Management*, London: 2012.

United Nations Trade and Development Board, *Corporate governance in the wake of the financial crisis — selected international views*, New York and Geneva: 2010.

U.S. Securities and Exchange Commission, *press release 2007-235*, te raadplegen via: <https://www.sec.gov/news/press/2007/2007-235.htm>.

Financial Reporting Council, *The UK approach to Corporate Governance*, London: 2010, te raadplegen via: <https://www.frc.org.uk/getattachment/1db9539d-9176-4546-91ee-828b7fd087a8/The-UK-Approach-to-Corporate-Governance.aspx>.

Financial Reporting Council, *The UK Corporate Governance code*, London: 2016.

Financial Action Task Force on money laundering, *The Forty Recommendations*, Paris: FATF 2003.

Financial Stability Forum, *Report of the Financial Stability Forum on enhancing market and institutional resilience*, Basel: 2008.

Financial Stability Board, *Global shadow banking monitoring report 2016*, Basel: 2016.

Financial Stability Board, *Guidance on supervisory interaction with financial institutions on risk culture. A framework for assessing risk culture*, Basel: 2014.

G20 Leaders, *Declaration on strengthening the financial system* — London summit: 2 April 2009.

G20/OECD, *Principles of Corporate Governance*, Paris: OECD Publishing 2015.

The High-level group on financial supervision in the EU, *Report*, Brussels: 25 February 2009.

Group of 30, *Toward effective governance of financial institutions*, Washington: 2012.

International organization of securities commissions, *Objectives and principles of securities regulation*, Madrid: IOSCO 2010.

International organization of securities commissions, *Multilateral memorandum of understanding concerning consultation and cooperation and the exchange of information*, Madrid: IOSCO 2012 (rev.).

The international federation of accountants, *Building strong and sustainable organizations, financial markets and economies*, New York: 2013.

The International financial reporting standards, zie: <http://www.ifrs.org/issued-standards/list-of-standards/>.

The technical committee of the international organization of securities commissions, *Code of conduct fundamentals for credit rating agencies*, Madrid: IOCO 2004.

ISDA, *2002 Master Agreement*, te raadplegen via: https://edisciplinas.usp.br/pluginfile.php/96505/mod_resource/content/1/DCO0411%20-%20ISDA%20Master.pdf.

International association of deposit insurers, *IADI Core principles for effective deposit insurance systems*, Basel: IADI 2014.

International Monetary Fund — Staff country reports, *European Union: publication of financial sector assessment program documentation — technical note on macroprudential oversight and the role of the ECB*, Washington: IMF 2013.

IAIS, *Report of the 20th A2ii- IAIS consultation call — Reinsurance*, Eschborn, A2ii, 2017.

IAIS, *Guidance paper on the treatment of non-regulated entities in group-wide supervision*, Basel: 12 april 2010.

IAIS, *Principles on capital adequacy and solvency*, Basel: 2002.

IMF, *The making of good supervision: learning to say 'no'*, IMF staff position note, Washington: 2010.

H.R.4173 — Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act, 2010, te raadplegen via: <https://www.congress.gov/bill/111th-congress/house-bill/4173/text>.

Publicaties van de toezichthouders

AFM, *Toezicht in tijden van verandering, agenda 2016-2018*, Amsterdam: 2016.

DNB, *Geschiedenis van DNB*, 2016, te raadplegen via: https://www.dnb.nl/binaries/Geschiedenis%20DNB_tcm46-144511.pdf?2016090405.

DNB, *Visie DNB Toezicht 2006, 2010*, Amsterdam: 2006.

DNB, *De 7 elementen van een integere cultuur*, Amsterdam: 2009, te raadplegen via: <http://www.toezicht.dnb.nl/5/18/7/50-205006.jsp>.

DNB, *Thema Toezicht 2010*, Amsterdam: 2010.

DNB, *Leading by example: conduct in the board room of financial institutions*, Amsterdam: 2013.

DNB, *Visie DNB Toezicht 2014-2018*, Amsterdam: 2014.

DNB, *Gedrag en cultuur in de Nederlandse financiële sector*, Amsterdam: 2015.

DNB, *Brochure gedrag en cultuur*, Amsterdam: 2015.

DNB, *Supervision of behaviour and culture*, Amsterdam: 2015.

DNB, *Scherper licht op financiële stabiliteitsrisico's van het schaduwbankwezen*, Amsterdam: 2015.

DNB, *De integriteitsrisicoanalyse – meer waar dat moet, minder waar dat kan*, Amsterdam: 2015.

DNB, *De financiële stabiliteitstaak van DNB*, Amsterdam: 2016.

Publicaties van de monitoring commissies

Commissie Peters, *Corporate governance in Nederland – de veertig aanbevelingen*, Amsterdam: 1997.

Commissie corporate governance, *De Nederlandse corporate governance code – beginselen van deugdelijk ondernemingsbestuur en best practice bepalingen*, Den Haag: 2003.

Monitoring Commissie Corporate Governance Code, *Werkprogramma 2014*, Den Haag: 2014.

Monitoring Commissie Corporate Governance Code, *Corporate Governance in beweging (eindrapport Commissie Streppel)*, Amsterdam: 2013.

Stichting toetsing verzekeraars, *Uitkomsten monitoring Governance principes 2014*, Amsterdam: 2015.

Monitoring Commissie Code Banken, *Bank en samenleving*, Amsterdam: 2015.

Monitoring Commissie Code Banken, *De kloof overbruggen*, Amsterdam: 2017.

Monitoring Commissie Corporate Governance Code, *Rapport Monitoring boekjaar 2015*, Den Haag: 2015.

Monitoring Commissie Corporate Governance Code, *rapport 2005*, Den Haag: 2005.

Monitoring Commissie Corporate Governance Code, *De Nederlandse corporate governance code – beginselen van deugdelijk ondernemingsbestuur en best practice bepalingen*, Den Haag: 2008.

Monitoring Commissie Corporate Governance Code, *Voorstel voor herziening – een uitnodiging voor commentaar*, Den Haag: 2016.

Monitoring Commissie Corporate Governance Code, *De Nederlandse Corporate Governance Code*, Den Haag: 2016.

Monitoring Commissie Corporate Governance Code, *Herziening van de Nederlandse Corporate Governance Code: de belangrijkste wijzigingen in volgelvlucht*, Den Haag: 2016.

Monitoring Commissie Corporate Governance Code, *De Nederlandse Corporate Governance Code*, Den Haag: 2016.

Nederlandse Vereniging van Banken, *Code Banken 2010*, Amsterdam: 2010.

Nederlandse Vereniging van Banken, *Een nieuwe balans – naar een dienstbare, stabiele en competitieve bankensector*, Amsterdam: 2013.

Nederlandse Vereniging van Banken, *Toekomstgericht Bankieren*, Amsterdam: 2014.

Nederlandse Vereniging van Banken, *Consultatiereactie NVB 'Herziening Wft een verkenning'*, Amsterdam: 2017.